

Master Thesis Vastgoedkunde

“Een blik op de toekomst van de Nederlandse markt voor vastgoed Commanditaire Vennootschappen”

*Een analyse aan de hand van het vierkwadrantenmodel en de
Nederlandse kantorenmarkt*

Augustus 2010

B.C.H. van Gastel

S1386824

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit der Ruimtelijke

Wetenschappen

Begeleider: dr. H.J. Brouwer



RUG

VOORWOORD

Deze scriptie bevat de resultaten van mijn afstudeeronderzoek in het kader van de Master opleiding Vastgoedkunde aan de Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen.

De vastgoed commanditaire vennootschap (cv) heeft tijdens het afgelopen decennium als beleggingsvorm sterk aan populariteit gewonnen. Door de snelle groei is deze markt meer dan eens onderwerp geweest van discussies op het gebied van transparantie, professionaliteit en bescherming van de belegger. Echter, na jaren van onbegrensde groei lijkt het tij gekeerd binnen de vastgoedmarkten. Als gevolg van de kredietcrisis zijn de te behalen rendementen onzeker geworden en beleggers trekken zich terug. Mijn doel was te onderzoeken welke invloed de kredietcrisis heeft op de Nederlandse markt voor vastgoed cv's. Het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996) heeft mij in staat gesteld een theoretisch kader te scheppen waarmee ik dit onderzoek van meer diepgang heb kunnen voorzien. Door middel van een aantal casestudies heb ik een brug kunnen slaan tussen de theorie en de praktijk. Mijn onderzoek kan het best gekarakteriseerd worden als een kwalitatief onderzoek waarin de nadruk meer ligt op het waarnemen en verklaren van trends en ontwikkelingen dan op een kwantificering daarvan.

Ik dank de heer Brouwer voor zijn deskundige inbreng en begeleiding tijdens het schrijven van deze scriptie. Daarnaast wil ik mijn dank uitspreken naar de bedrijven die ik heb mogen interviewen en die mij in staat hebben gesteld om een completer beeld te schetsen van de gevolgen van de kredietcrisis.

Tijdens dit onderzoek ben ik gaan inzien hoe een theoretisch wetenschappelijke achtergrond kan bijdragen aan het doorgronden van een probleem dat in de praktijk speelt. En hoewel theorie en praktijk niet altijd exact overeenkomen heeft dit onderzoek bijgedragen aan een verdieping van mijn kennis van financieel/economische processen en van de vastgoedmarkt, met als uiteindelijk resultaat deze afstudeerscriptie. Ik hoop dat het lezen van deze scriptie ook bij u zal bijdragen aan nieuwe inzichten over de toekomst van de Nederlandse markt voor vastgoed cv's.

Amsterdam, augustus 2010

Boudewijn van Gastel

SAMENVATTING

De vastgoed commanditaire vennootschap (cv) stelt beleggers in staat om indirect in vastgoed te beleggen. Cijfers bevestigen de ongekennde groei die deze markt heeft doorgemaakt tijdens de afgelopen jaren. Aanbieders schoten als paddenstoelen uit de grond en het aantal fondsen dat vooral in Nederlandse kantoren belegde steeg gestaag. Literatuuronderzoek toont aan dat de risico's die met deze beleggingsvorm gepaard gaan bij de particuliere belegger niet altijd even goed bekend zijn. Vooral het risico als gevolg van het financieren met een groot aandeel vreemd vermogen wordt vaak onderschat. Groeiende kennis asymmetrie binnen de markt was de aanleiding voor de invoering van meer wet- en regelgeving. Bovendien hebben diverse instanties waaronder de overheid, de Autoriteit Financiële Markten, de Stichting Transparantie Vastgoedfonds en de Vereniging Vastgoed Fondsen getracht de transparantie en professionaliteit binnen de markt te vergroten. Ondanks de soms negatieve berichtgeving als gevolg van wanbeleid of fraude is het totaal belegd vermogen binnen de Nederlandse markt voor vastgoed cv's altijd blijven groeien.

Toen in de zomer van 2008 de wereld officieel in een economische crisis verkeerde konden de Nederlandse vastgoedmarkten niet aan de gevolgen daarvan ontkomen en dus ook niet de Nederlandse markt voor vastgoed cv's. In het licht van deze gebeurtenis probeert dit onderzoek de gevolgen van de kredietcrisis voor de Nederlandse vastgoed cv's meer uit te diepen met als centrale onderzoeksvraag:

Hoe ziet de toekomst voor de Nederlandse vastgoed cv's eruit?

Dit onderzoek beoogt aan de hand van een literatuurstudie, een theoretisch model, een empirisch marktonderzoek en een aantal case studies een antwoord te vinden op deze vraag.

Omdat meer dan zestig procent van de vastgoed cv's belegt in Nederlands kantoorvastgoed is een onderzoek van die markt noodzakelijk voor het verkrijgen van inzicht in de gevolgen van de kredietcrisis en het onderzoeken van het toekomstperspectief.

Het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996) is gebruikt om de macro economische ontwikkelingen van de kredietcrisis te bestuderen binnen de Nederlandse kantorenmarkt. Vervolgens zijn de bevindingen binnen het vierkwadrantenmodel vergeleken met de huidige situatie waarin de Nederlandse kantorenmarkt zich in de praktijk bevindt. Afsluitend geven een aantal case studies meer inzicht in de wijze waarop cv aanbieders zijn beïnvloed door de kredietcrisis.

Het model onderzoekt prijsvorming binnen de huurmarkt om deze vervolgens in verband te brengen met verschuivingen binnen de beleggersmarkt, de bouwmarkt en de voorraadmarkt. Binnen de huurmarkt wordt de huurprijs gevormd als een functie van vraag en aanbod van huuroppervlak.

Binnen de beleggersmarkt wordt de waarde van vastgoed bepaald op basis van het huurprijsniveau. Op de bouwmarkt neemt de bouw toe bij een stijging van de waarde van vastgoed. De voorraadmarkt koppelt de bouwproductie aan het totaal aantal vierkante meters. De vier bovengenoemde markten verkeren in evenwicht op het moment dat vraag en aanbod gelijk zijn.

Op basis van de macro economische ontwikkelingen in Nederland sinds de kredietcrisis voorspelt het model dat pas op de lange termijn de huurprijzen zullen dalen als gevolg van een daling van de vraag naar kantoorruimte. Op de *korte termijn* voorziet het model dat de (huur)prijzen van kantoren niet zullen reageren op de afnemende vraag. Het gebrek aan transparantie binnen de markt en langlopende huurcontracten zijn hier debet aan. Door onveranderde huurprijzen zullen de waarden binnen de beleggersmarkt en bouwmarkt niet veranderen. Wanneer op de *lange termijn* de huurprijzen wel reageren op de dalende vraag zal dit wel leiden tot lagere waarden van vastgoed en lagere bouwproductie. De markt zal vervolgens in evenwicht komen totdat de cyclus zich herhaalt.

Waar het model echter geen rekening mee houdt zijn de financiële gevolgen van deze crisis. Dit wordt duidelijk wanneer we de voorspellingen van het model vergelijken met de praktijksituatie. Deze vertoont namelijk verschillen met zowel de korte als lange termijn voorspellingen van het vierkwadrantenmodel. In tegenstelling tot de resultaten van het model zijn in de praktijk de waarden van kantoren en nieuw te bouwen kantoren al sinds medio 2008 aan het dalen terwijl de huurprijzen praktisch onveranderd zijn. Dit is te verklaren doordat de bereidheid van banken om kredieten te verstrekken is afgenomen, waardoor de kosten van geleend geld zijn toegenomen. Hierdoor is ook het financieel risico' toegenomen, terwijl huurprijzen gelijk zijn gebleven. Dit heeft geresulteerd in een waardedaling van vastgoed binnen de beleggersmarkt. De waardedaling van kantoren is dus het gevolg geweest van de financiële impact van de kredietcrisis. Het model schiet in deze in haar beredenering tekort omdat zij de huurprijsvorming binnen de huurmarkt als vertrekpunt neemt en niet kijkt naar de financiële ontwikkelingen binnen de beleggersmarkt.

De beperkte toepasbaarheid van het vierkwadrantenmodel in geval van de kredietcrisis is dan ook te verklaren door het unieke tweeledige karakter van deze crisis dat bestaat uit een conjuncturele afkoeling in combinatie met een crisis op de financiële markten. Wel kan er op basis van het vierkwadrantenmodel met enige zekerheid worden verwacht dat de waarde van kantoren in 2010 en 2011 een verdere daling zullen vertonen wanneer huurprijzen zullen dalen als gevolg van de afgenomen vraag naar kantoorruimte.

Dat vooral de financiële consequenties van de kredietcrisis grote gevolgen hebben gehad voor Nederlandse vastgoed cv's komt duidelijk naar voren in de verschillende casestudies.

Ten eerste is het voor deze cv aanbieders aanzienlijk moeilijker geworden om financiering bij banken te krijgen als gevolg van het restrictieve kredietbeleid. Als banken willen financieren is dit tegen hogere kosten.

Ten tweede is als gevolg van dit beleid de marge tussen de financieringskosten en de te behalen yields op vastgoed kleiner geworden. Kortom, de risico's van beleggen in vastgoed zijn gegroeid waardoor lagere waarden van kantoren binnen de beleggersmarkt niet konden uitblijven. De cv's als typische "leveraged buyers" worden door beide bovengenoemde ontwikkelingen getroffen.

Hierdoor komt het door cv aanbieders gebruikte verdienmodel onder druk te staan. Veel aanbieders zijn als gevolg van de teruggelopen inkomsten genoodzaakt af te slanken en sommige kleinere aanbieders moeten zelfs de markt verlaten. Dit terwijl het totaal belegd vermogen met 18,8 miljard toch nog iets hoger is dan vorig jaar. Dit wijst op consolidatie binnen de markt waarbij een kleinere groep spelers een groter deel van de markt zal gaan vertegenwoordigen.

INHOUDSOPGAVE

1	INLEIDING	11
1.1	Aanleiding	11
1.2	Doelstelling en vraagstelling	12
	1.2.1 Doelstelling	12
	1.2.2 Onderzoeksvraag	12
	1.2.3 Deelvragen	12
1.3	Operationeel model	13
1.4	Conceptueel model	14
1.5	Onderzoeksmethoden	15
	1.5.1 Literatuuronderzoek	15
	1.5.2 Empirisch onderzoek	15
	1.5.3 Case studies	15
2	DE VASTGOED CV	16
2.1	Inleiding	16
2.2	Structuur	16
2.3	De markt	17
2.4	Financieringsconstructies	19
2.5	Rendementen	20
2.6	Risico's	21
3	INSTITUTIONALISERING	24
3.1	Inleiding	24
3.2	AFM	24
	3.2.1 Inleiding	24
	3.2.2 Gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb)	25
	3.2.3 Gewijzigde Wet toezicht effecten verkeer (Wte)	26
	3.2.4 Conclusies	27
3.3	Zelfregulering	28
	3.3.1 Inleiding	28
	3.3.2 Aanbodzijde	29
	3.3.3 Vraagzijde	29
	3.3.4 Conclusies	29
4	DE KREDIETCRISIS	31
4.1	Inleiding	31
4.2	Het ontstaan van de kredietcrisis	31
4.3	Gevolgen kredietcrisis Nederlandse economie	34

4.4	Conclusies	35
5	THEORETISCH KADER	37
5.1	Inleiding	37
5.2	Het vierkwadrantenmodel	37
5.3	Beperkingen	41
5.4	Aannames	41
5.5	Invloed van de kredietcrisis volgens het vierkwadrantenmodel	41
6	EMPIRISCH ONDERZOEK	45
6.1	Inleiding	45
6.2	Ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt	45
6.3	Vergelijking	49
6.4	Conclusies	52
7	CASE STUDIES	53
7.1	Inleiding	53
7.2	Homburg Capital en Holland Immo Group	53
7.3	Hanzevast Capital	55
7.4	Aefides	56
7.5	Annexum (Dhr. Boissevain- 15 maart 2010)	57
7.6	Global State (Dhr. Span- 29 maart 2010)	59
7.7	Van Boom en Slettenhaar (Dhr van Maanen- 4 mei 2010)	61
7.8	Conclusies	62
8	CONCLUSIES	68
9	INTERVIEWS	75
9.1	Interview met Dhr. Boissevain – CEO Annexum - 15 maart 2010	75
9.2	Interview met Dhr. Span –Global State - 29 maart 2010	78
9.3	Interview met Dhr van Maanen -Van Boom & Slettenhaar Vastgoedfondsen - 4 mei 2010	82
10	REFERENTIES	85
10.1	Artikelen en literatuur	85
10.2	Internet	87
10.3	Interviews	87

LIJST VAN FIGUREN EN TABELLEN

Figuur 1: Operationeel model

Figuur 2: Conceptueel model

Figuur 3: Verdeling naar landen

Figuur 4: Onderlinge invloed tussen vastgoed deelmarkten

Figuur 5: Marktmodel huurmarkt

Figuur 6: Marktmodel beleggersmarkt

Figuur 7: Marktmodel bouwproductie/ruimtemarkt

Figuur 8: Vierkwadrantenmodel

Figuur 9: Crisis binnen het vierkwadrantenmodel

Figuur 10: Directe beleggingen in commercieel vastgoed in Nederland

Figuur 11: Praktijk situatie binnen vierkwadrantenmodel

Tabel 1: Groei Nederlandse vastgoed participatiemarkt

Tabel 2: Top 5 besloten vastgoedfondsen

Tabel 3: Beleggingsstijlen vastgoedfondsen en criteria

Tabel 4: Impairments 2005-2007

Tabel 5: BBP ontwikkeling Nederland

Tabel 6: ROZ/IPD index kantoren

Tabel 7: Huurprijzen kantoorruimte

Tabel 8: Leegstand kantoren

Tabel 9: Nieuwbouw kantoren

Tabel 10: Vierkwadrantenmodel versus praktijk op de korte termijn

Tabel 11: Overzicht case studies

AFKORTINGEN

AFM:	Autoriteit Financiële Markten
BAR:	Bruto Aanvangsrendement
BBP:	Bruto Binnenlands Product
B&S:	Van Boom en Slettenhaar
CV:	Commanditaire Vennootschap
DCF:	Discounted Cash Flow
ECB:	Europese Centrale Bank
Fed:	Federal Reserve (Central Bank VS)
INREV:	European Association for Investors of Non-listed Real Estate Vehicles
STV:	Stichting Transparantie Vastgoedfondsen
VB	Vereniging Vastgoed Belang
VVF:	Vereniging van Vastgoedfondsen
Whc:	Wet consumentenbescherming
Wtb:	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wte:	Wet toezicht effectenverkeer

1 INLEIDING

1.1 Aanleiding

Gedurende het afgelopen decennium heeft de vastgoed commanditaire vennootschap (cv) aan populariteit gewonnen onder een grote groep beleggers. Met het groeien van het aantal geïnteresseerde beleggers groeide ook het aantal aanbieders van deze cv's. De markt is dan ook sterk veranderd gedurende de laatste jaren en kenmerkt zich door een verhoogde graad van professionaliteit en toenemende wetgeving vanuit de overheid.

Met het populairder worden van de vastgoed cv veranderde ook het profiel van de gemiddelde belegger. Deze had over het algemeen weinig kennis van vastgoedbeleggingen en vertrouwde op de vaak uiterst beperkte en soms zelfs misleidende informatieverstrekking van de verschillende aanbieders. Naar aanleiding van deze ontwikkelingen heeft de AFM in 2005 en 2007 rapporten gepubliceerd waaruit geconcludeerd kan worden dat de transparantie en informatieverstrekking in veel gevallen te wensen overlaat. Dit leidde naast vollediger wetgeving ook tot meer initiatieven tot zelfregulering binnen de markt door onder andere het oprichten van de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) en de Vereniging voor Vastgoed Fondsen (VVF).

De recente kredietcrisis heeft ervoor gezorgd dat veel vastgoedontwikkelaars en beleggers in de problemen zijn gekomen. Vooral de kantorenmarkt is sterk getroffen. Banken maken een pas op de plaats en huurders kunnen niet meer voldoen aan hun betalingen. Het directe gevolg hiervan is het stilvallen van een groot deel van de handel in vastgoed en het afwaarderen van vastgoed. Dit heeft grote gevolgen voor de cv aanbieders omdat deze vaak in commercieel vastgoed beleggen, en dan in het bijzonder in kantoorpanden. Hierbij komt dat vastgoed cv's een groot aandeel van de aan te kopen vastgoedobjecten met vreemd vermogen financieren en dat dit in combinatie met de bovengenoemde ontwikkelingen kan leiden tot uiterst risicovolle en onrendabele situaties. Als gevolg hiervan kunnen beleggers grote verliezen leiden. Dit is terug te zien in het feit dat na de zomer van 2008 geen enkele succesvolle emissie heeft plaatsgevonden (PropertyNL, 2009) en dat op het ogenblik het aantal nieuw op te starten fondsen beetje bij beetje weer op gang komt.

Dit onderzoek zal meer inzicht geven in welke mate vastgoed cv's zijn beïnvloed door de economische en financiële crisis, die zijn oorsprong heeft binnen het Amerikaanse bankwezen, en welke gevolgen dit heeft voor de Nederlandse markt voor vastgoed cv's. Hiervoor zal de Nederlandse markt voor kantoorvastgoed worden bestudeerd omdat ruim 60% van de Nederlandse cv's in deze markt actief is. Omdat het beleggen via vastgoed cv's sinds de jaren 90 een hoge vlucht heeft genomen, is het in verband brengen van deze beleggingsvorm met de kredietcrisis uiterst relevant.

Als theoretisch kader voor dit onderzoek zal het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996) worden gebruikt. Dit model geeft het verband tussen financiële ontwikkelingen en de dynamiek in de vastgoedmarkt weer.

Allereerst zal de kredietcrisis worden gemodelleerd en kan er een voorspelling worden gedaan voor de toekomst, zowel voor de korte (kwadrant 1,2) als voor de lange termijn (kwadrant 3,4).

Hierna zal een empirisch onderzoek worden gedaan om een vergelijking te kunnen maken tussen het model en de huidige praktijksituatie.

Tenslotte zal een aantal case studies worden behandeld om specifiek te kijken hoe vastgoed cv's met de ontwikkelingen omgaan en waar de mogelijkheden liggen voor de toekomst.

1.2 Doelstelling en vraagstelling

1.2.1 Doelstelling

De doelstelling van deze scriptie is inzicht te verschaffen in de wijze waarop vastgoed cv's zijn getroffen door de kredietcrisis en wat de gevolgen daarvan zijn voor de toekomst. Om dit te doen is een kwalitatief onderzoek uitgevoerd waarin de nadruk meer ligt op het waarnemen en verklaren van trends en ontwikkelingen dan op een kwantificering daarvan.

1.2.2 Onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag luidt:

- *Hoe ziet de toekomst voor de Nederlandse vastgoed cv's eruit?*

1.2.3 Deelvragen

Om de onderzoeksvraag te beantwoorden zijn verschillende deelvragen geformuleerd. De antwoorden op deze deelvragen moeten bijdragen aan een beter inzicht in de huidige situatie van de vastgoed cv's en in de toekomstige markt.

- *In welke mate heeft de kredietcrisis invloed gehad op de Nederlandse markt voor kantoorvastgoed?*
- *Hoe komt de invloed van de kredietcrisis tot uiting binnen het vierkwadrantenmodel? Zowel op de korte- als lange termijn.*
- *Hoe sluit de huidige praktijksituatie aan bij de bevindingen van het model?*

- *Geeft het korte- en lange termijn voorspellingsvermogen van het model de mogelijkheid om voorspellingen te doen aangaande toekomstige ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt en daarmee het presteren van Nederlandse vastgoed cv's?*
- *Op welke wijze hebben deze ontwikkelingen invloed op het toekomstig functioneren van de vastgoed cv en hoe gaan deze daarmee om?*

1.3 Operationeel model

Het doel van deze scriptie is het belichten van de toekomst van de Nederlandse markt voor vastgoed cv's. Echter, alvorens naar de toekomst te kijken is een onderzoek naar de ontwikkelingen in het verleden gedaan. Door middel van een literatuurstudie is getracht een beeld te krijgen van de organisatie van vastgoed cv's en belangrijke ontwikkelingen binnen de kantorenmarkt. Het theoretisch kader bestaat uit het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996). Dit model zal gebruikt worden om een theoretische voorspelling te doen van de ontwikkeling binnen de Nederlandse kantorenmarkt.

De resultaten van het model zullen vervolgens worden vergeleken met de praktijksituatie. Tenslotte zal een aantal case studies van fondsaanbieders inzicht moeten geven in de ontwikkelingen op bedrijfsniveau. Figuur 1 geeft schematische de fases binnen dit onderzoek weer.

Figuur 1: Operationeel Model

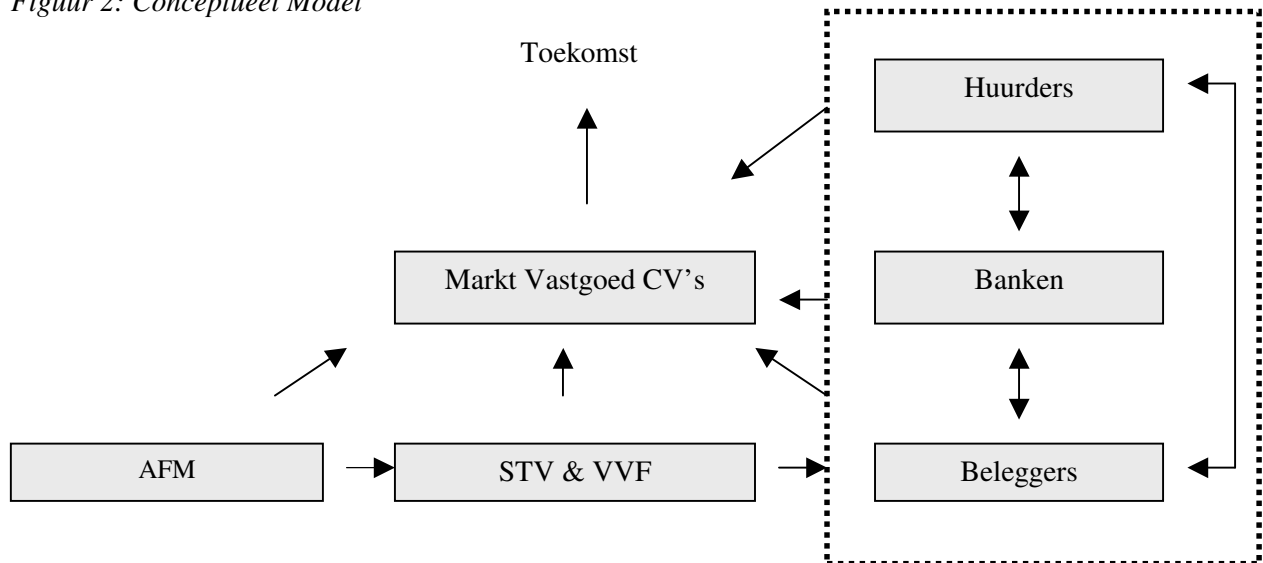


1.4 Conceptueel model

Het conceptueel model helpt bij het verkrijgen van inzicht in de situatie en het bereiken van de doelstelling. Het model geeft de afbakening weer van de onderzoekselementen, de selectie van variabelen en de relaties die daartussen bestaan. Het conceptueel model illustreert van welke relaties en elementen kennis noodzakelijk is om de doelstelling te kunnen bereiken.

Het centrale onderzoekselement in dit model is: *De Nederlandse vastgoed cv markt*.

Figuur 2: Conceptueel Model



Zoals te zien is zijn er simpelweg 5 variabelen/ontwikkelingen die van invloed zijn op het functioneren van de vastgoed cv markt.

Kortweg wordt de markt voor vastgoed cv's beïnvloed door banken en andere financiële instellingen, beleggers, huurders van vastgoed, overheidsinstellingen en regulerende instellingen die door fondsaanbieders zelf zijn geïnitieerd. Deze variabelen zijn echter ook weer inter-afhankelijk.

Particuliere beleggers zijn mede beïnvloedbaar door transparantie en informatieverstrekking binnen de markt maar deze groep beleggers is veelal ook het slachtoffer geworden van de kredietcrisis.

De crisis kan ook gevolgen hebben voor de toekomstige financiering van projecten door banken. De banken zijn enerzijds verantwoordelijk voor de crisis maar zijn tegelijkertijd ook de grootste slachtoffers. Op hun beurt zijn ze een cruciale schakel in de financiering van vastgoedprojecten.

Huurder zijn mogelijk in problemen gekomen door de crisis waardoor deze groep de leegstand binnen de markt kan doen oplopen en de waarde van vastgoed kan doen dalen.

Tenslotte, hebben de rapportages van het AFM de branche richting het opzetten van de STV en VVF bewogen om transparantie en professionaliteit binnen de markt te vergroten.

Deze bovengenoemde verbanden kunnen ook bestudeerd worden met behulp van het vierkwadrantenmodel. Of de praktijk volledig aan de hand van het model is te verklaren is nog maar

de vraag. Aan de hand van case studies zal er onderzocht worden hoe cv's in de praktijk met deze ontwikkelingen omgaan en welke conclusies hieruit volgen.

Aangezien het vierkwadrantenmodel niet de mogelijkheid biedt om factoren als wetgeving en zelfregulering modelmatig te verwerken zal hier verder niet te diep op worden ingegaan in dit onderzoek. Daarom zullen wij ons beperken tot de invloed van de kredietcrisis. Wel zal er kort worden gekeken naar de ontwikkelingen op het gebied van wetgeving en zelfregulering.

1.5 Onderzoeksmethoden

1.5.1 Literatuuronderzoek

Eerst zal er aan de hand van verschillende literatuur worden gekeken naar de ontwikkelingen binnen de Nederlandse vastgoed cv markt. Zo zullen onderwerpen als de structuur van vastgoed cv's, wet- en regelgeving en de kredietcrisis verder worden belicht. Dit is nodig om een goed begrip te krijgen van het fenomeen vastgoed cv en de huidige situatie waar de markt zich in bevindt.

1.5.2 Empirisch onderzoek

Aan de hand van marktgegevens zal er gekeken worden naar de ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt. Met deze informatie kunnen we een brug slaan tussen het theoretische vierkwadrantenmodel en de daadwerkelijke situatie waarin de Nederlandse markt voor vastgoed cv's zich bevindt.

1.5.3 Case studies

Om het literatuuronderzoek en het empirisch marktonderzoek in verband te brengen met de fondsaanbieders zijn een zestal casestudies van fondsaanbieders uitgevoerd. Hierbij zijn twee benaderingen gevolgd; drie casestudies zijn gebaseerd op analyse van artikelen en publicaties verschenen in vaktijdschriften en andere media en drie casestudies zijn gebaseerd op zelf uitgevoerde interviews met fondsaanbieders. Deze casestudies moeten ons een beter beeld geven van hoe deze organisaties zijn getroffen door de kredietcrisis en wat hun visie is met betrekking tot de toekomst.

2 DE VASTGOED CV

2.1 Inleiding

Het ontstaan van de vastgoed cv is terug te voeren naar het begin van de jaren 90. In deze tijd namen de te behalen yields op vastgoed toe en kwamen deze op een gegeven moment hoger te liggen dan de marktrente. Vastgoed werd op deze manier een veilige belegging, gekenmerkt door constante inkomensstromen. Met deze inkomensstromen konden vervolgens de rentekosten worden voldaan. Al snel werd de vastgoed cv in het leven geroepen om zo gebruik te kunnen maken van deze profijtelijke situatie. Om een gedegen onderzoek naar de Nederlandse vastgoed cv markt te doen is het noodzakelijk om een duidelijk beeld te krijgen van het fenomeen vastgoed cv. Dit hoofdstuk zal nader ingaan op zaken als structuur, de veelal gehanteerde financieringsconstructies en de risico's die gemoeid zijn met het beleggen in vastgoed cv's.

2.2 Structuur

De vastgoed cv's behoren tot de groep privaat indirect vastgoed, oftewel niet beursgenoteerde fondsen. Een vastgoed cv stelt particuliere beleggers in staat om een aandeel te kopen van een of meerdere vastgoedprojecten. De omvang van een cv kan variëren van enkele miljoenen tot tientallen miljoenen. De aansprakelijkheid van de vennoten is beperkt tot het bedrag wat door hen is ingelegd, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een maatschap waar de maten met hun gehele kapitaal aansprakelijk zijn.

Binnen een cv zijn twee verschillende soorten vennoten te onderscheiden: de beherende vennoot, deze beheert het fonds en het vastgoed, en de participerende commanditaire vennoot. Wanneer een participerende commanditaire vennoot zich wil bemoeien met het beheer dan verandert deze van status en wordt daarmee hoofdelijk aansprakelijk. Binnen een maatschapstructuur is iedere vennoot wel hoofdelijk aansprakelijk. Groot voordeel van deze rolverdeling is dat de belegger zich niet bezig hoeft te houden met onderhandelingen, geschillen en dergelijke met verschillende marktpartijen. De cv wordt meestal voor bepaalde tijd aangegaan waarna gezamenlijk kan worden besloten om het vastgoed al dan niet te verkopen. Wanneer verkoop niet gewenst is om welke reden dan ook kan er worden besloten om op een later moment tot verkoop over te gaan. Het is gebruikelijk dat circa 60% tot 75% wordt gefinancierd met behulp van een hypothecaire geldlening. Het resterende deel wordt door de vennoten gefinancierd.

In Nederland hebben de fondsen meestal een zogenaamde closed-end structuur. Dit betekent dat wanneer een belegger zijn aandeel wenst te verkopen hij zelf een koper zal moeten vinden. Dit in tegenstelling tot de open-end fondsen die verplicht zijn om op verzoek van de aandeelhouder de

aandelen terug te kopen tegen de intrinsieke waarde. Met als gevolg het risico te lopen om het onderliggende vastgoed te moeten verkopen om zo aan de uitbetaling te kunnen voldoen.

Toen in 2001 het boxensysteem in Nederland werd geïntroduceerd werd passief beleggen in box 3 ondergebracht, zo ook het beleggen in vastgoed cv's. Mede omdat box 3 slechts een forfaitair rendement van 4% veronderstelt en hierover 30% belasting heft werd het beleggen middels vastgoed cv's populair. Vastgoed genereert namelijk veelal een hoger direct rendement (exploitatieresultaat).

Hoewel er verschillende structuren zijn voor besloten vastgoedfondsen komt de cv-structuur het meest voor. De AFM eist een scheiding binnen het fonds van het juridisch eigendom van de activa door middel van een afzonderlijk rechtspersoon: de bewaarder. Een bewaarovereenkomst legt vervolgens de relatie tussen de cv en de bewaarder vast.

2.3 De markt

Het aantal aangeboden vastgoed cv's is sterk gegroeid sinds de jaren 90. Dit komt mede door de toegenomen interesse in vastgoed als beleggingsobject. Door de lager liggende marktrente ten opzichte van de te behalen yields op kantoorvastgoed werd het beleggen middels cv's een interessante beleggingsvorm, zowel voor beleggers als voor de initiatiefnemers. Zo waren er in 2008 in Nederland 101 aanbieders van cv's met in totaal 632 actieve fondsen. Tabel 1 laat de groei van de Nederlandse markt voor vastgoedparticipaties zien in de vorm van totaal ingelegd eigen vermogen via niet-beursgenoteerde Nederlandse vastgoedfondsen. In tegenstelling tot de groei van het totaal belegd vermogen is het aantal actieve aanbieders in 2009 wel gedaald.

Tabel 1: Groei Nederlandse vastgoed participatiemarkt

Jaar	Totaal belegd vermogen (€)
2003	5,7 miljard
2004	7,6 miljard
2005	11 miljard
2006	13,3 miljard
2007	15,9 miljard
2008	18,4 miljard
2009	18,8 miljard

(Bron: PropertyNL, 2009)

Een belangrijke kanttekening die bij de bovenstaande cijfers gemaakt dient te worden is dat alle nieuwe fondsen in 2008 voor het losbarsten van de crisis plaatsvonden en dat na de zomer geen enkele emissie succesvol heeft plaatsgevonden (PropertyNL, 2009). Het aantal nieuwe fondsen, dat in 2008 werd opgestart lag 25% lager in vergelijking met 2007. Ook is te zien dat in 2009 het totaal belegd vermogen een kleine stijging vertoont ondanks de crisis. Een verklaring hiervoor is dat de geplande looptijd van cv's is verlengd omdat verkoop van het vastgoed zou leiden tot verlies. Om deze reden dienen de cijfers ter illustratie van de groei die de markt heeft doorgemaakt de afgelopen jaren maar slagen er niet in om de impact van de crisis weer te geven. Van Gool et al (2007) benoemen verschillende oorzaken die aan de groei binnen de markt hebben bijgedragen.

Ten eerste zijn vastgoedmarkten toegankelijker geworden. Door toegenomen transparantie en onderzoek naar internationale markten is beleggen in buitenlandse markten een stuk eenvoudiger geworden.

Ten tweede zijn veel (institutionele) beleggers tot het inzicht gekomen dat vastgoed in de portefeuille het risicoprofiel gunstig kan beïnvloeden waardoor het aandeel vastgoed veelal is vergroot.

Tabel 2 laat de vijf grootste besloten vastgoedfondsen in Nederland zien gesorteerd naar ingelegd eigen vermogen in het jaar 2009. Een aantal van deze beleggers bieden naast vastgoed cv's ook maatschappen aan. Echter, de risico's zijn in dat geval zo verzekerd waardoor het karakter sterk lijkt op dat van een commanditaire vennootschap en de aansprakelijkheid beperkt wordt tot de inleg.

Tabel 2: Top 5 Besloten Vastgoedfondsen

Fonds	Eigen vermogen (€)
1. Homburg Capital	560.484.485
2. Bouwfonds REIM	324.173.402
3. Annexum	323.946.000
4. Hanzevast Capital	317.137.173
5 IBUS Company	179.386.000

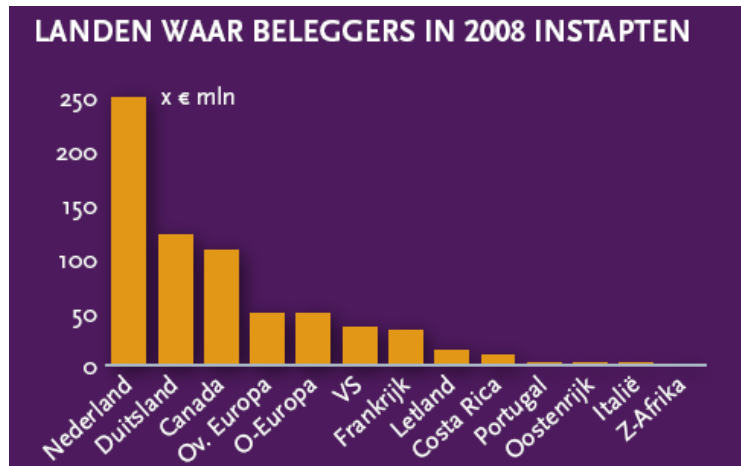
(Bron: Property NL, 05-10)

Nederlandse vastgoed cv's concentreren zich vooral op Nederlands verhuurd kantoorvastgoed. Dit onderzoek zal zich daarom vooral op deze vastgoedmarkt richten omdat deze samenhangt met het presteren en functioneren van vastgoed cv's.

Waren de verschillende fondsen voorheen vooral actief op de Amerikaanse en Nederlandse markt (Gielsing, 2001), tegenwoordig vindt ook een groot deel van de beleggingen plaats in Duitsland en

Canada. Zoals onderstaande grafiek laat zien staat de VS in 2008 op de vijfde plek, en zijn vooral Nederland, Canada en andere Europese landen in trek bij beleggers.

Figuur 1: Verdeling naar landen



(Bron: PropertyNL, 2009)

Opvallend is dat meer en meer fondsen zich zijn gaan richten op ontwikkelingsprojecten in vergelijking met het verleden. Toch belegt 60% van de cv's nog steeds in bestaand vastgoed terwijl 20% zich richt op ontwikkelprojecten (PropertyNL, 2009).

2.4 Financieringsconstructies

De constructies die worden gebruikt om de totale fondsinvestering op te halen zijn veelal hetzelfde. Een deel wordt in de vorm van vreemd vermogen via de bank gefinancierd, onder zogenaamde “non-recourse” voorwaarden. Dit betekent dat het vastgoed fungeert als onderpand en dat de beleggers niet hoofdelijk aansprakelijk zijn. Het percentage vreemd vermogen ten opzichte van het totale investering bedrag varieert over het algemeen tussen de 60% en 90%.

Het resterende bedrag wordt in de vorm van participaties onder beleggers opgehaald. De hoogte van deze participaties mag door de cv aanbieder worden bepaald.

In deze gebruikte financieringsconstructies schuilt ook meteen een van de grootste risico's die men loopt bij het beleggen in een vastgoed cv. Door het soms grote aandeel vreemd vermogen dat wordt gebruikt bij het financieren van vastgoed kan een sterk hefboomeffect ontstaan. In het geval van kleine procentuele waardeinstijging/waardedaling van het vastgoed kan dit voor een veel grotere winst/verlies op de belegging zorgen. Onderstaand rekenkundig voorbeeld illustreert het hefboomeffect.

Een gebouw ter waarde van € 1.000.000 wordt gefinancierd met 80% vreemd vermogen waarvan de rente 5% per jaar bedraagt. De resterende 20% wordt met eigen vermogen gefinancierd.

*Het gebouw levert een netto rendement van 7%. Hierdoor is het behaalde rendement op eigen vermogen: $(7\% * 1.000.000) - (80\% * 5\% * 1.000.000) = 30.000$*

*Wat een rendement betekent van: $30.000 / (20\% * 1.000.000) = 15\%$*

Dit is 8% hoger dan de 7% die haalbaar zou zijn bij financiering met 100% eigen vermogen.

Let wel, bij een daling van het rendement op vastgoed van 7% naar 4% is het totale rendement op eigen vermogen 0%. En bij een daling naar 3% is het rendement op eigen vermogen -5%. Kortom, de hefboom heeft in dit voorbeeld een factor 5.

(Bron: ING, 2008)

Het is aannemelijk dat de kredietcrisis en het strengere kredietbeleid van banken zal leiden tot een daling van het percentage vreemd vermogen in verhouding tot het totale investeringsbedrag. Hierop zal later in dit onderzoek worden teruggekomen.

2.5 Rendementen

De belangrijkste reden om te beleggen in vastgoed cv's is natuurlijk het realiseren van een positief rendement. Het rendement van een vastgoedbelegging kan worden opgesplitst in direct en indirect rendement.

Direct rendement zijn de opbrengsten die worden gerealiseerd door middel van exploitatie van het object. Indirect rendement is de eventuele waardeverhoging van een object in de periode tussen aankoop en verkoop.

Belangrijke kerncijfers om de beleggingsbeslissing op te baseren zijn het Bruto Aanvangsrendement (BAR) en de Exit Yield. Op basis van de opbrengsten en uitgaven kan tevens een Discounted Cashflow (DCF) berekening worden gemaakt. Het BAR geeft aan wat het rendement is aan de hand van de huurinkomsten uitgedrukt als een percentage van de aanschafprijs. De Exit Yield doet dit ook, alleen voor het moment wanneer het object verkocht wordt.

Beleggers dienen zich goed in deze cijfers te verdiepen alvorens hun beleggingsbeslissing te nemen. Omdat deze cijfers sterk subjectief kunnen worden gepresenteerd kunnen deze het uiteindelijke beleggingsresultaat rooskleuriger schetsen dan daadwerkelijk het geval is. Zo kan bijvoorbeeld een te hoog geprognosticeerde verkoopprijs leiden tot grote veranderingen binnen de DCF berekening. Wanneer de verkoopprijs uiteindelijk tegenvalt, kan het gerealiseerde rendement ook tegenvallen.

Een ander punt waar rekening mee gehouden dient te worden is dat verschillende aanbieders verschillende termen en kengetallen hanteren, hierdoor kan het soms moeilijk zijn om een goede vergelijking te maken tussen de verschillende fondsen.

2.6 Risico's

Naast het aantrekkelijke belastingtarief voor cv beleggers is er ook het gunstige risico/rendementsprofiel dat deze vorm van beleggen met zich meebrengt. Dit profiel is bij de vastgoed cv namelijk praktisch gelijk aan dat van beleggingen in direct vastgoed. Deze wordt dan ook bepaald door de onderliggende vastgoedmarkt en de ontwikkelingen van rente en inflatie. Dit in tegenstelling tot beursgenoteerd indirect vastgoed wat ook afhankelijk is van de tendensen op de effectenbeurs. Omdat vastgoed een lage correlatie vertoont met veel andere beleggingen zoals aandelen of obligaties kan het totale risicoprofiel van de portefeuille positief worden beïnvloed (van Gool et al, 2007).

Toch brengt het beleggen in vastgoed middels cv's ook een aantal punten met zich mee waar de belegger rekening mee dient te houden. In paragraaf 2.4 is het risico dat gepaard gaat met een hoge financiering met vreemd vermogen al besproken. Hierbij komt dat de liquiditeit en de verhandelbaarheid van een participatie beperkt is. Een participant dient er rekening mee te houden dat deze een minderheidsbelang heeft en dus geen inspraak heeft over het beheer van het fonds. Aangezien er in Nederland vooral closed-end fondsen actief zijn zal een aandeelhouder niet op elk gewenst moment kunnen uitstappen en het fonds kunnen verplichten de aandelen tegen intrinsieke waarde over te nemen. Het is aan de aandeelhouder zelf om een koper te zoeken wanneer deze zijn belangen wil verkopen, en dan alleen wanneer alle andere vennoten hier toestemming voor geven. Dit in tegenstelling tot vastgoedaandelen die op ieder moment verhandelbaar zijn en daardoor een hoge mate van liquiditeit garanderen.

Men dient ook kritisch te zijn met betrekking tot de performancemeting die soms wordt geschetst door de aanbieder. Deze kunnen cijfers manipuleren waardoor het beleggingsresultaat hoger lijkt dan dat in de praktijk zal blijken. Een voorbeeld hiervan is een te hoge verkoopprijs die geen rekening houdt met technische veroudering en hierdoor het cashflow model gunstig kan beïnvloeden. Van Gool et al (2007) wijzen er tevens op dat de exit-strategie bij het aflopen van de cv vaak onduidelijk en eenzijdig ten gunste van de initiatiefnemer kan zijn.

De fondsaanbieder genereert inkomen uit drie te behalen fees, deze vormen samen het verdienmodel van cv aanbieders. Wanneer een cv wordt opgestart wordt er een opstartfee binnengehaald. Daarnaast wordt er een fee gerealiseerd voor het beheren van de cv, de asset management fee. En tenslotte wordt bij de uiteindelijke verkoop van het project een exit fee gerealiseerd. Deze fees kunnen qua percentage tussen verschillende aanbieders nog wel eens verschillen en zijn daarom een punt van aandacht.

Wanneer een belegger besluit een aandeel te nemen in een cv conformeert deze zich aan het gekozen beleggingsbeleid van de cv. Dit beleid kan sterk verschillen tussen de verschillende cv's. De

“European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles” (INREV) heeft een inventarisatie gemaakt van de verschillende beleggingsstijlen van vastgoedfondsen, variërend van de “core” stijl met een lage risico/rendementsverhouding, tot de “opportunistic” stijl met een beduidend hogere risico/rendementsverhouding. De hoeveelheid aangetrokken vreemd vermogen is hiervoor een belangrijke indicator. Gezien het feit dat de commanditaire vennoot geen invloed heeft op het beheer van het fonds dient deze dus goed op de hoogte te zijn van de “stijl” van het desbetreffende fonds alvorens een participatie te verwerven. Tabel 3 geeft een overzicht van de verschillende beleggingsstijlen volgens INREV.

Tabel 3: Beleggingsstijlen cv's en criteria

	Core	Value added	Opportunistic
Risico	Laag	Gemiddeld	Hoog
Rendement	Laag	Gemiddeld	Hoog
IRR- doel	≤ 11,5%	> 11,5%-17%	≥ 17%
Financiering (VV)	≤ 60%	> 30%-70%	≥ 60%

(Bron: Manager Styles in Real Estate, juni 2004)

Veelal zijn de geprognosticeerde rendementen en kosten gebaseerd op aannames ten aanzien van de gebruikte input variabelen. Beleggers zijn zich vaak onvoldoende bewust van de gevoeligheid van deze variabelen (van Diem, 2006). Wijzigingen van de cijfers kunnen positieve of negatieve gevolgen hebben voor het rendement. Zo kan een verschil tussen een inflatie verwachting van 2% of 3% over de looptijd van een fonds een substantieel verschil maken op zowel het direct als indirect rendement. Veel cv aanbieders melden niet in hun prospectus hoe deze variabelen zich verhouden tot het eindresultaat en wat de gevolgen van mogelijke veranderingen in deze variabelen kunnen zijn.

Met het toenemen van het aantal vastgoedfondsen is ook het aantal geïnteresseerde beleggers sterk toegenomen. Dit heeft echter ook het profiel van de gemiddelde vastgoedbelegger veranderd. Naast de professionele en institutionele belegger zijn ook veel particuliere beleggers geïnteresseerd geraakt in vastgoed. Dit had een groeiende kennis asymmetrie tot gevolg tussen fondsaanbieders en participerende beleggers. Het gebrek aan kennis betreffende vastgoedbeleggingen stelt deze groep namelijk niet altijd in staat om een juiste investeringsbeslissing te maken en de consequenties van tegenvallende prestaties van vastgoed in te schatten. Het gebrek aan transparantie en de geringe wetgeving op het gebied van informatieverstrekking zijn hier debet aan. Over het algemeen is voor een particuliere belegger onvoldoende eenvoudig toegankelijke en onafhankelijke informatie beschikbaar over (de performance van) een bepaald vastgoedfonds of haar vastgoedbeleggingen (Ibid, blz5). In

hoofdstuk 3 zal er verder worden ingegaan op initiatieven zowel uit de branche zelf in de vorm van de Stichting Transparant Vastgoed (STV) en de Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF), als door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) om deze punten te verbeteren.

3 INSTITUTIONALISERING

3.1 Inleiding

Door de snelle groei van de cv markt is er behoefte gekomen aan vollediger wetgeving. Door deze groei kwam er behoefte aan vollediger wetgeving. Op het vlak van regel- en wetgeving is de markt voor vastgoed fondsen dan ook sterk veranderd. Dit hoofdstuk zal de gewijzigde overheidswetgeving bespreken en de initiatieven betreffende zelfregulering die binnen de markt zijn ontstaan. Omdat dit onderzoek zich richt op de invloed van de crisis op de Nederlandse cv markt zal het institutionaliseringaspect slechts kort worden behandeld. Omdat het van grote invloed is geweest op de vorming van de markt kan het niet ontbreken in dit onderzoek.

3.2 AFM

3.2.1 Inleiding

De AFM is de verantwoordelijke toezichthouder op alle financiële markten binnen Nederland. De AFM zorgt ervoor dat alle spelers binnen deze markten zich houden aan de relevante wetten en regels. De operationele doelstellingen van de AFM zijn:

- Het bevorderen van de toegang tot de financiële markten.
- Het bevorderen van de goede werking van de financiële markten.
- Het borgen van het vertrouwen in de financiële markten.

(Bron: AFM jaarverslag, 2008)

In 2005 heeft de AFM een marktverkenning uitgevoerd van de markt voor besloten vastgoedfondsen. Hier lagen verschillende redenen aan ten grondslag. Ten eerste was het aantal cv aanbieders sterk gestegen. Tegelijkertijd veranderde het profiel van de gemiddelde vastgoedbelegger met als gevolg een toegenomen kennisasymmetrie. Ten tweede ging vastgoed een aanzienlijk grotere rol binnen de portefeuille van veel beleggers spelen. Daar waar vastgoed vaak als een klein onderdeel van de portefeuille werd gehouden gingen steeds meer (onwetende) beleggers het aandeel van vastgoed in de portefeuille vergroten. Dit kan erg risicovol zijn gezien het feit dat deze fondsen gekenmerkt worden door de lange “lock-in” van financiële middelen en gebrekkige spreiding van beleggingen. (AFM, 2007)

De verkennende analyse richtte zich op de transparantie, integriteitaspecten en het algemeen toezicht op de markt voor vastgoed CV's. De belangrijkste conclusies die uit het onderzoek naar voren kwamen zijn dat:

- Er op het gebied van informatievoorziening verbeteringen mogelijk zijn.
- Er anekdotisch bewijs is voor integriteitsrisico's in de markt.
- Regelgeving en toezicht te beperkt is en verwachtingen betreffende toezicht vaak onjuist.

Om het toezicht op de markt zo efficiënt en effectief mogelijk vorm te geven, en de transparantie te vergroten is er in 2005 nieuwe wetgeving geïntroduceerd, de belangrijkste onderdelen hiervan zijn:

- De gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb);
- De gewijzigde Vrijstellingsregeling Wtb;
- De Nadere Regeling gedragstoezicht beleggingsinstellingen ('NRgb 2005');
- De Europese Prospectusrichtlijn geïmplementeerd in de Wet toezicht effectenverkeer (Wte);
- De gewijzigde vrijstellingsregeling Wte.

De volgende paragrafen zullen nader ingaan op deze gewijzigde wetgeving.

3.2.2 Gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb)

In de onderstaande alinea's zullen we verder ingaan op de belangrijkste wijzigingen die zijn doorgevoerd in de herziene Wtb.

Wijziging fondsvoorwaarden

Het wijzigen van de fondsvoorwaarden (zoals in het prospectus staat vermeld, statuten of voorwaarden van beheer en bewaring) behoeft geen instemming van de AFM zoals voorheen gebruikelijk was. Wel moet er een melding bij de AFM worden gedaan. De wijziging moet worden gepubliceerd en toegelicht in een landelijk verspreid dagblad, op de website van aanbieder en moet worden toegestuurd aan iedere belegger.

Wanneer de gewijzigde voorwaarden de rechten en zekerheden van de belegger inperken mag deze pas na 3 maanden na de bekendmaking worden doorgevoerd (Groffen, 2005). De belegger krijgt zo de tijd om onder de oorspronkelijke voorwaarden uit te treden. Echter het is de vraag hoeveel baat de belegger heeft bij deze wetgeving omdat bij een closed-end fonds de aanbieder niet verplicht is participaties terug te kopen en deze vaak niet overdraagbaar zijn.

Vergunning voor de beheerder

De vergunning wordt niet meer verleend aan een specifiek fonds maar aan de beheerder van het fonds. Voordeel hiervan is dat de beheerder nieuwe fondsen op de markt kan brengen zonder dat er toestemming is vereist voor ieder nieuw fonds. (Groffen, 2005). Voor de belegger blijft er de

zekerheid dat de beheerder onder continu toezicht staat van de AFM. Tevens zijn de eisen voor het verkrijgen of behouden van een vergunning aangescherpt.

Prospectusplicht

Voorheen lag de verantwoordelijkheid van het toetsen van het prospectus bij de AFM. In 2005 veranderde dit en kwam de verantwoordelijkheid hiervan te liggen bij de beheerder. Een toets van een externe accountant en verklaring van beheerder in het prospectus zijn voldoende.

De praktijk wijst uit dat veel fondsen onder de nieuwe wet Europese prospectusrichtlijn vallen omdat deze verhandelbare participaties aanbieden. Hierdoor dient het prospectus alsnog door de AFM te worden gekeurd.

Aparte bewaarder

Ook onder de nieuwe Wtb wordt het vermogen van een beleggingsfonds voor deelnemers verkregen door een, van de beheerder onafhankelijke, bewaarder. Net als onder de oude Wtb kan een bewaarder in beginsel optreden voor verschillende fondsen (Post, 2005). Nieuw is dat in het geval van onvoldoend vermogen, zowel van het fonds als van de bewaarder, om eventuele vorderingen te voldoen, er een aparte bewaarder door de AFM zal worden aangewezen. (Ferreira Marques, 2005)

Teneinde fondscrediteuren en beleggers te beschermen is in de nieuwe Wtb tevens bepaald dat het vermogen van een beleggingsfonds in beginsel is afgescheiden van het vermogen van de bewaarder en het fondsvermogen van andere door de bewaarder bewaarde fondsen. Crediteuren van de bewaarder en crediteuren van participanten in andere door de bewaarder bewaarde beleggingsfondsen hebben daarop in beginsel geen verhaal. (Post, 2005)

In aanvulling op deze verscherpte wetgeving heeft de AFM het aantal vrijstellingsregels verruimd. Dit is enigszins opvallend omdat dit cv aanbieders de mogelijkheid geeft om zich te onttrekken aan de Wtb wetgeving. Een vrijstellingsregeling die vaak door aanbieders wordt gebruikt om de Wtb te omzeilen is het aanbieden van participaties van € 50.000,- of hoger.

Post (2005) wijst op het feit dat deze verruimde regeling leidt tot een groter aantal gevallen waar geen vergunning meer vereist is voor het aanbieden van deelnemingsrechten aan particuliere beleggers.

3.2.3 Gewijzigde Wet toezicht effecten verkeer (Wte)

De Wte is geldig voor effecten, zoals aandelen, certificaten, participaties en obligaties die tegen betaling aan het publiek worden aangeboden. Per 1 juli 2005 is de Europese Prospectusrichtlijn geïmplementeerd in de Nederlandse Wte en de Bte (het besluit toezicht effectenverkeer 2005). De Prospectusrichtlijn streeft naar maximale harmonisatie voor wat betreft de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus binnen de Europese Unie. (van Diem, 2006).

Deze gewijzigde wet is ook van toepassing op closed-end fondsen met verhandelbare deelnemersbewijzen in tegenstelling tot de Wtb, die zich richt op fondsen met uitsluitend onverhandelbare deelnemersbewijzen.

Tevens zijn net als bij de Wtb een aantal nieuwe vrijstellingsregels toegevoegd. De fondsen die zich door de vrijstellingsregeling Wte mogen onttrekken aan de prospectusplicht zijn vaak al op basis van de vrijstellingsregeling Wtb vrijgesteld. (zie paragraaf 3.1.1.2)

3.2.4 Conclusies

Zoals in de voorgaande paragrafen beschreven moet de nieuwe toezichtwetgeving bijdragen aan een verbetering van de transparantie en regulering binnen de Nederlandse cv markt. Zo is de Wtb op veel punten aangescherpt maar biedt tegelijkertijd ook veel meer vrijheid en mogelijkheden tot vrijstelling voor de ondernemer. De Wte met de geïmplementeerde prospectusrichtlijn is nu ook van toepassing op closed-end fondsen met verhandelbare participaties. Door beheerders onder permanent toezicht te plaatsen en de informatieverstrekking aan strengere richtlijnen te laten voldoen wordt er voor de belegger meer duidelijkheid en zekerheid gecreëerd. Toch slaagt de nieuwe wetgeving er niet in om de belegger volledig te beschermen. Zo kan men zich afvragen in hoeverre de nieuwe wetgeving betreffende het veranderen van de fondsvoorwaarden bij een closed-end beleggingsfonds van nut zijn, het is immers niet mogelijk voor de belegger om uit het fonds te stappen wanneer deze niet akkoord gaat met de gewijzigde fondsvoorwaarden.

Om voor de aanbieder te bepalen welke wetgeving er van toepassing is (Wtb en/of Wte) zal er gekeken moeten worden naar de verhandelbaarheid van de deelnemersbewijzen. In het geval van niet verhandelbare participaties zal Wtb als toezichtregime gelden.

Veel aanbieders hebben gebruik gemaakt van de vrijstellingsregeling Wtb of Wte. Dit is te zien in de toename van fondsen die participaties aanbieden voor ten minste € 50 000, -. In de Tweede Kamer is dan ook voorgesteld om het vrijstellingsbedrag van € 50 000, - naar € 250 000, - te verhogen. (Ministerie van Financiën, 2005). Tot op heden is dit echter nog niet gebeurd.

In 2007 heeft de AFM een vervolgstudie gedaan naar de markt voor maatschappen en vastgoed cv's. Er is een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd en de AFM is de dialoog met de markt aangegaan om te kijken wat de mogelijkheden kunnen zijn betreffende zelfregulering binnen de markt. Hieruit volgen verschillende conclusies.

De gevoeligheidsanalyse wees onder andere uit dat veel vastgoed-CV's erg gevoelig zijn voor de aannames in het prospectus. Bij veranderingen in huuropbrengst, inflatie en verkoopwaarde zijn de

gevolgen erg groot voor het te behalen rendement. De AFM heeft in haar onderzoek een economisch scenario geschetst wat gemiddeld gezien een halvering van de te behalen rendementen tot gevolg had. Daarnaast waren de berekeningen van rendement vaak niet goed te toetsen op gevoeligheid omdat er informatie ontbrak. Ook werden soms aannames gedaan die gezien de specifieke kenmerken van de CV niet realistisch waren. Kortom, het onderzoek heeft aangetoond dat de particuliere beleggers nog steeds over voldoende kennis van de vastgoedmarkten moet beschikken om een adequate beslissing te nemen over een CV belegging.

Ook werd duidelijk dat het door de AFM gehanteerde instrumentarium niet volledig genoeg is om toezicht op de markt te houden. Als reactie op deze bevindingen heeft de AFM de Wet consumentenbescherming (Whc) in werking laten treden. In deze wet neemt de AFM de rol op zich om toezicht te houden op de naleving van consumentenregels en staat dat zij bevoegd is ten aanzien van het controleren van financiële diensten en activiteiten (AFM, 2007).

Ten tijde van deze analyse was er nog geen enkele vorm van zelfregulering binnen de markt. Ondank de herziening van het wettelijk kader is het toezicht van de AFM nog steeds beperkt. Zelfregulering kan in dit geval een aanvulling zijn hierop. Ervaring heeft uitgewezen dat overheidstoezicht in combinatie met zelfregulering binnen een markt goed naast elkaar kunnen bestaan en elkaar zelfs kunnen aanvullen. Bij het goed functioneren van zelfregulering kan de hele markt hieronder komen te vallen.

Concluderend kunnen we stellen dat de nieuwe wetgeving een stap in de goede richting is. Echter, signalen wijzen erop dat er nog genoeg ruimte voor verbetering is en een positieve houding vanuit de markt is dan ook van belang om het regulerend kader, zowel wettelijk als zelfregulerend, te verbeteren.

3.3 Zelfregulering

3.3.1 Inleiding

De problemen binnen de branche van gesloten vastgoedfondsen hebben geleid tot het ontstaan van verschillende initiatieven betreffende zelfregulering. Als aanvulling op de wetgeving van de AFM zijn verschillende stichtingen en verenigingen in het leven geroepen om de transparantie en bescherming van beleggers binnen de markt te verbeteren. In de volgende alinea's zullen de verschillende initiatieven worden besproken aan zowel de aanbod kant als de vraagkant van de markt.

3.3.2 Aanbodzijde

De Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) ziet er op toe dat er zelfregulering plaatsvindt binnen de beleggingsproposities van niet beursgenoteerde vastgoedfondsen. Dit wordt gedaan met behulp van een aantal voorwaarden waaronder (STV, 2010):

- Fondsen zijn verantwoordelijk voor het verstrekken van correcte informatie in hun prospectus die de belegger in staat stelt een weloverwogen beslissing te nemen.
- Fondsaanbieders die zich conformeren aan de STV dienen de ontwikkelde standaarden betreffende het opstellen van het prospectus toe te passen.
- Zelfregulering toont aan dat de bedrijfstak een verantwoordelijkheid draagt in de bescherming van de belegger.
- Aanbieders van vastgoedparticipaties kunnen er zelf voor kiezen of ze willen voldoen aan de standaarden van de STV.

Naast de STV is ook de Vereniging voor Vastgoed Fondsen (VVF) opgericht. Dit is de officiële branchevereniging en stelt zich als doel het verbeteren van het imago van de branche en gebruikt hiervoor onder andere de volgende doelstellingen (VVF, 2010):

- Het voeren van overleg met toezichhoudende instanties
- Het versterken van het vertrouwen van beleggers in de branche
- Onderhouden en bevorderen van communicatie tussen verschillende marktpartijen
- De VVF heeft een gedragscode geformuleerd waar alle leden zich aan dienen te houden.

3.3.3 Vraagzijde

Aan de vraagzijde treedt de Vereniging van Vastgoed Participanten (VVP) op als belangenbehartiger van beleggers. Door het toetsen van nieuwe aanbiedingen probeert de VVP de belegger te hulp te schieten. Naast het toetsen van producten worden beleggers ook bijgestaan in het maken van hun keuzes en worden ze bijgestaan in eventuele conflicten. Ook stelt de vereniging een witte en zwarte lijst van verschillende fondsaanbieders op.

De vereniging Vastgoed Belang (VB) is opgericht door particuliere vastgoedbeleggers. Deze vereniging behartigt belangen maar fungeert hiernaast ook als een netwerkorganisatie. De VB richt zich vooral op vastgoed cv's omdat de meeste beleggers in deze vorm in vastgoed beleggen. Iedereen die eigenaar van vastgoed is of in vastgoed belegt kan lid worden van de VB.

3.3.4 Conclusies

De bovengenoemde initiatieven zijn een welkome aanvulling op de wetgeving van de AFM. Het feit dat aan zowel de vraag- als aanbodzijde verschillende stichtingen en verenigingen zijn gevormd

illustreert een toename van de professionaliteit en daarmee de institutionalisering van de branche. Echter, de vrijblijvendheid van lidmaatschap van stichtingen en verenigingen beperkt wel de invloed van dit soort initiatieven.

4 DE KREDIETCRISIS

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk behandelt het ontstaan van de kredietcrisis. Er zal gekeken worden naar het ontstaan van de crisis in de Verenigde Staten en welke gevolgen dit heeft gehad voor de Nederlandse economie. Om een beeld te krijgen van de invloed van de kredietcrisis op de Nederlandse cv markt moeten we kijken hoe de markt voor kantoorvastgoed is getroffen door de teruggang binnen de Nederlandse economie. De conclusies uit dit hoofdstuk zullen worden gebruikt om de crisis modelmatig weer te geven in hoofdstuk 5.

4.2 Het ontstaan van de kredietcrisis

Het ontstaan van de kredietcrisis is grotendeels terug te voeren naar de verstrekking van de zogenaamde “sub prime” hypotheek in Amerika. Hawks (2008) suggereert dat de oorsprong van de subprime crisis ligt in de jaren negentig. Forse stijgingen op de beurzen hadden een hoger inkomen en hoger niveau van welvaart tot gevolg. In combinatie met een laag rentetarief resulteerde dit in een snelle ontwikkeling van de Amerikaanse huizenmarkt. Deze groei kwam echter abrupt tot stilstand bij het plotseling barsten van de “internet bubble”. Een maatregel die door de “Federal Reserve” (Fed) werd getroffen om de gevolgd recessie het hoofd te bieden was een verlaging van het rentetarief naar 1% in 2003 (Groeneveld, 2008).

De Amerikaanse huizenprijzen bleven gestaag stijgen, mede doordat steeds meer beleggers vastgoed ontdekten als winstgevende belegging. In de periode 1996 tot 2006 zijn de reële huizenprijzen met negentig procent toegenomen. (S&P, 2008) De stijgende prijzen en lage rentetarieven zette veel particulieren aan om te gaan speculeren met tweede huizen. Door de toegenomen vraag naar hypotheek werden veel leningen verstrekt onder versoepelde voorwaarden; de “sub prime” hypotheek. Op deze manier konden mensen met een betrekkelijk lage kredietwaardigheid hoge hypotheek afsluiten. Dit leidde tot een hogere vraag en daaruit voortvloeiend hogere huizenprijzen (Groeneveld, 2008). Er was echter weinig oog voor het fragiele fundament wat aan deze ontwikkeling ten grondslag lag. Zo beschreef Alan Greenspan in 2005 de situatie als volgt:

“Innovation has brought about a multitude of new products, such as subprime loans and niche credit programs for immigrants....Lenders have taken advantage of techniques for efficiently extending credit to a broader spectrum of consumers [and] are now able to quite efficiently judge the risk posed by individual applicants, leading to rapid growth in subprime lending....fostering constructive innovation that is both responsive to market demand and beneficial to consumers.”

(citaat Alan Greenspan, in Longua, 2007)

Het aantal verstrekte sub-prime hypotheek nam gestaag toe. En waar mogelijk werden de voorwaarden nog meer versoepeld. Zo werd bijvoorbeeld de NINJA (No Income, No Job or Assets) hypotheek geïntroduceerd. Deze leningen hadden veelal een variabel rente tarief met een laag tarief gedurende de eerste jaren. Hierna werd deze hoger maar de waardevermindering van het huis zou het nieuwe hogere rentetarief moeten compenseren.

Zolang de reële huizenprijs bleef stijgen en de officiële rentetarieven laag bleven werkte het systeem. Er waren zelfs studies die bewezen dat er geen sprake was van een bubbel en dat de stijging van de reële huizenprijs het gevolg was van de lage rente en de verbeterde kwaliteit van de gebouwde huizen. (CGFS, 2008)

Een nieuw product dat voortkwam uit de verstrekking van deze nieuwe risicovolle hypotheek was de securitisatie ervan. Verstrekte hypotheek werden in de vorm van obligatiepakketten samengevoegd, de zogenaamde “mortgage backed securities”, en verhandeld onder banken en beleggingsinstellingen. Door de ingewikkelde constructies werd het moeilijk om een waarde aan de producten toe te kennen. Om de waarde te berekenen werd er gebruik gemaakt van rekenmodellen die gebaseerd waren op historische gegevens om het betalingsgedrag van huiseigenaren in te schatten, het zogenaamde “marking to model”. Het gevaar van deze methode is dat het schijnzekerheid biedt en kwetsbaar is voor manipulaties. Een methode die hier minder gevoelig voor is is “marking to market”, deze gebruikt gegevens die afkomstig zijn uit de markt maar is hierdoor weer erg kwetsbaar wanneer de markt in een bepaald type activa tot stilstand komt en er zo geen goede aanknopingspunten zijn voor de waardebeoordeling van activa (Groeneveld, 2008).

De eerste problemen ontstonden toen de Fed in 2006 besloot de rente te verhogen. Hierdoor kwamen veel huiseigenaren in de problemen doordat de variabele rente van de hypotheek veel hoger uitviel dan verwacht. Dit leidde tot veelal gedwongen verkopen. Deze ontwikkelingen werkten uiteindelijk door in de huizenprijzen waardoor de situatie alleen maar verslechterde. Moody's (2008) heeft een methode opgesteld om de betalingsproblemen van de obligatiepakketten te analyseren. Aan de hand van “material impairments” wordt het tekort aan rentebetalingen van de onderliggende hypotheek in kaart gebracht. Het onderzoek toonde een schrikbarende toename in deze “impairments” in het jaar 2007. Zelfs zoveel dat dit aantal hoger lag dan dat van alle impairments van de voorgaande vijftien jaar bij elkaar. Tabel 3 laat de hoeveelheid impairments zien over de periode 2005-2007. Hier komt duidelijk naar voren dat de risico obligaties (Ba en lager) meer impairments vertonen dan de minder risicovolle Aaa to Baa categorieën.

Tabel 4: Impairments 2005-2007

Original Rating	US\$ (mrd)	Impairments rate
Aaa	887.011	0,0%
Aa	101.697	0,3%
A	53.468	1,7%
Baa	38.157	14,5%
Ba	10.461	47,9%
B	19	36,8%

(Bron: Moody's 2008)

Door betalingsachterstanden werden de op het verleden gebaseerde modellen onbruikbaar. Tevens bleken steeds minder partijen bereid om een markt in de betreffende obligaties te onderhouden. “Marking to model” en “marking to market” waren hierdoor niet meer mogelijk.

De securitisatie van de subprime hypotheekleningen heeft op twee manieren bijgedragen aan de ernstige gevolgen van de kredietcrisis (Hawks, 2008).

Ten eerste heeft de securitisatie van subprime hypotheekleningen geleid tot toegenomen liquiditeit bij banken. Dit in combinatie met veelal minimaal restrictief beleid van de centrale banken heeft ervoor gezorgd dat deze markt de kans heeft gekregen om zo enorm te groeien.

Ten tweede heeft de securitisatie van deze Amerikaanse hypotheekleningen ervoor gezorgd dat deze crisis zulke enorme proporties heeft kunnen aannemen. Het verhandelen van deze obligatiepakketten tussen banken wereldwijd heeft de crisis een mondiaal karakter gegeven die negatieve gevolgen had voor praktisch alle sectoren binnen de economie.

In 2007 waren de eerste tekenen van een crisis binnen het Europese bankwezen waar te nemen; de geldmarkttarieven stegen plotseling scherp. Als reactie kondigde de Europese Centrale bank (ECB) een eendaagse liquiditeitssteun aan. Op hetzelfde moment vond er op de Amerikaanse geld- en kapitaalmarkt een credit crunch plaats. Beleggers waren niet langer bereid om leningen van hypotheekbanken over te nemen zodat het proces van securitisatie stakte (Groeneveld, 2008). Hypotheekbanken werden gedwongen om zelf huizen aan te kopen omdat er niet voldoende belangstelling was. Veel hypotheekbanken waren echter met kortlopende leningen gefinancierd en dit leidde tot een financieringsprobleem. Ook nam de argwaan onder liquide bedrijven toe om hun overvloedige middelen bij “verdachte” banken te stallen. Sinds september 2008 werd de crisis dan ook vooral gekenmerkt door een sterk wantrouwen tussen banken onderling. Het interbancaire geldverkeer was sterk afgenomen en overheidsinterventie was dan ook noodzakelijk om een complete stilstand van het bankwezen te voorkomen.

Als gevolg van deze negatieve neergaande spiraal kwamen verschillende banken in problemen en zo was Lehman Brothers de eerste bank die omviel. Kort daarna gaven Nederlandse banken te kennen ook met grote problemen te kampen. Interventie was in bepaalde gevallen noodzakelijk om ondergang te voorkomen. Bij andere banken was het redden van vertrouwen van spaarders van groot belang. Om de interbancaire geldstromen in stand te houden heeft de Nederlandse overheid besloten tot € 200 miljard garant te staan voor leningen van banken onderling (kredietcrisis en kansen voor vastgoedbeleggingen, 2009). Ondanks dat deze ingrepen van vitaal belang waren om het bankwezen te behoeden van een collectief faillissement zijn de leningen tussen banken onderling en naar het bedrijfsleven aanzienlijk afgenomen. Sommige banken zijn in 2008 zelfs helemaal gestopt met het verstrekken van nieuwe financieringen. Al snel werden de pijnlijke gevolgen van deze ontwikkeling zichtbaar binnen de Nederlandse economie en de Nederlandse vastgoedmarkt.

4.3 Gevolgen kredietcrisis Nederlandse economie

Eind 2008 stuurde Minister-president Balkenende een brief aan de Tweede Kamer waarin hij zijn zorgen uitsprak met betrekking tot de gevolgen die de kredietcrisis zou hebben voor de Nederlandse economie. In zijn brief stelt de premier dat de wereldhandel voor een groot deel tot stilstand is gekomen en dat de unieke situatie die ontstaan is een gevolg is van een al ingezette conjuncturele afkoeling in combinatie met een crisis op de financiële markten. In eerste instantie werden de gevolgen voor Europa beperkt geacht maar al snel bleek dat een vergissing. Ook in Nederland kwamen veel banken in de problemen. Voornamelijk de openheid en verwevenheid van de Nederlandse economie met die van andere landen zorgden ervoor dat de impact van de crisis groot was. Onderstaande tabel geeft aan de hand van het bruto binnenlands product weer hoe de economische groei in Nederland stagneerde na de zomer van 2008.

Tabel 5: BBP ontwikkeling Nederland

Jaar	Bruto Binnenlands Product (t.o.v. zelfde periode voorafgaand jaar)
2006	3,4%
2007	3,6%
2 ^e kwartaal 2008	3,2%
3 ^e kwartaal 2008	1,9%
4 ^e kwartaal 2008	-0,7%
1 ^e kwartaal 2009	-4,5%
2 ^e kwartaal 2009	-5,4%
3 ^e kwartaal 2009	-3,7%
4 ^e kwartaal 2009	-2,2%
1 ^e kwartaal 2010	0,1%

(Bron: CBS)

In de brief haalt de premier een aantal punten aan die extra aandacht verdienen in het licht van een naderende recessie. Zo werden onder andere de dalende vermogensprijzen en de kredietverstrekking naar bedrijven nog in detail besproken.

De crisis had al het interbancaire verkeer lamgelegd, belangrijk zou echter zijn of dit ook het geval zou worden voor gezinnen, instellingen en bedrijven. Voor het blijven functioneren van de economie vervult een naar behoren functionerend bankwezen een centrale rol. Het ministerie van Economische Zaken heeft dan ook een aantal maatregelen getroffen om de kredietverlening aan bedrijven op gang te houden (Ministerie EZ, 2009)

In 2009 is het aantal kantoorbanen gedaald met 1,4% (DTZ Zadelhoff, 2010). Ook de commerciële dienstensector heeft slechte omzetten laten zien sinds de zomer van 2008. De conjunctuurtest van het CBS wijst uit dat sinds de zomer van 2008 er elke maand meer bedrijven zijn die te kampen hebben met omzetsdalingen dan bedrijven die een omzetstijging doormaken. Paragraaf 5.4. zal verder ingaan op de aannames met betrekking tot de economische ontwikkelingen binnen het vierkwadrantenmodel. In hoofdstuk 6 zullen de werkelijke invloeden van de economische ontwikkelingen op kantoorvastgoed en daarmee vastgoed cv's worden besproken.

4.4 Conclusies

Het bezwijken van het Amerikaanse bankstelsel als gevolg van het verstrekken van ondoorzichtige financiële (hypotheek) producten heeft een mondiale crisis ontketend. Ook Nederland is niet ontkomen aan een financiële en economische terugslag. Mede doordat de Nederlandse economie van oudsher

gekenmerkt wordt door een hoge graad van verwevenheid met die van andere landen is zij erg afhankelijk van de wereldhandel en het mondiaal economisch klimaat. Het unieke karakter van deze crisis, die bestaat uit een combinatie van laagconjunctuur en een crisis op de financiële markten, maakt het een uiterst complexe situatie. Veel Nederlandse bedrijven zijn genoodzaakt om te besparen als gevolg van dalende omzetten. Hieruit voortvloeiend is de vraag naar kantoorruimte afgenomen. Het volgende hoofdstuk zal ingaan hoe deze ontwikkelingen binnen het vierkwadrantenmodel tot uiting zullen komen.

5 THEORETISCH KADER

5.1 Inleiding

Het presteren van een vastgoed cv is naast professioneel en bekwaam management sterk afhankelijk van de inkomsten die voornamelijk afhankelijk zijn van de opbrengsten en waardeontwikkeling van het onderliggende vastgoed. Zoals in hoofdstuk 2 is beschreven richt de meerderheid van vastgoed cv's zich op de aankoop of ontwikkeling van commercieel vastgoed, en dan in het bijzonder die van kantoorgebouwen. Economische veranderingen hebben een vertraagd effect op de vastgoedmarkt en daardoor ook op het functioneren en presteren van de cv markt. Dit hoofdstuk zal het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996) introduceren. Dit model legt middels vier kwadranten verbanden tussen de verschillende deelmarkten die samen de vastgoedmarkt vormen.

Het model is oorspronkelijk ontwikkeld om het mechanisme van de huurmarkt te illustreren. Omdat veel vastgoed cv's zich richten op verhuurd commercieel onroerend goed is dit model dan ook uiterst bruikbaar in het kader van dit onderzoek.

Daarnaast zijn de beleggingsmarkt en de ontwikkelingszijde van de vastgoedmarkt ook opgenomen in het vierkwadrantenmodel. Dit stelt ons in staat om de invloeden van de kredietcrisis op ontwikkelings cv's te bestuderen.

Allereerst zal dit hoofdstuk de werking van het vierkwadrantenmodel behandelen. Vervolgens zullen we het model gebruiken om te kijken welke invloed de huidige crisis heeft op de prijsvorming binnen de Nederlandse kantorenmarkt. Deze theoretische uitkomsten zullen we in hoofdstuk 6 vergelijken met een empirisch onderzoek.

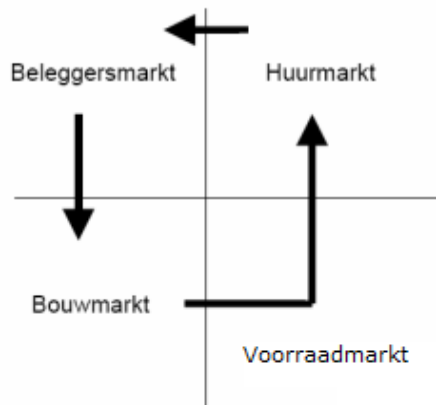
5.2 Het vierkwadrantenmodel

Er zijn verschillende modellen die de ontwikkeling van de vastgoedmarkt in kaart brengen. Het vierkwadrantenmodel van Wheaton (1996) en DiPasquale (1996) is een van de bekendste modellen die tracht het vastgoedsysteem schematisch in kaart te brengen. Vastgoedmarkten kenmerken zich door onvolledige informatie en marktimperfecties (van Gool et al, 2001). Hier zijn redenen zoals een beperkt aantal transacties en niet doorlopende prijsvorming debet aan. Deze specifieke kenmerken van de vastgoedmarkt bemoeilijken dan ook een modelmatige weergave.

Het vierkwadrantenmodel ziet vastgoed als deel van de economie, en dus als deel van het economisch handelen. Op deze manier kan het de invloed van financiële ontwikkelingen laten zien binnen de vastgoedmarkt. Omdat de vastgoedmarkt niet gezien kan worden als een enkele markt is het model opgebouwd uit vier deelmarkten die met elkaar in verbinding staan. Deze deelmarkten zijn in drie kwadranten van het model afgebeeld en vertegenwoordigen de huurmarkt, beleggersmarkt en de

nieuwbouw/ruimtemarkt. Het vierde kwadrant illustreert de veranderingen in de vastgoedvoorraad en brengt het model in balans. Net als andere markten streeft ook de vastgoedmarkt naar een evenwichtssituatie waar vraag en aanbod aan elkaar gelijk zijn. Maar de theorie veronderstelt dat deze evenwichtssituatie fictief is en in werkelijkheid nooit bereikt zal worden. Het onderstaande diagram illustreert de invloed die de markten onderling hebben.

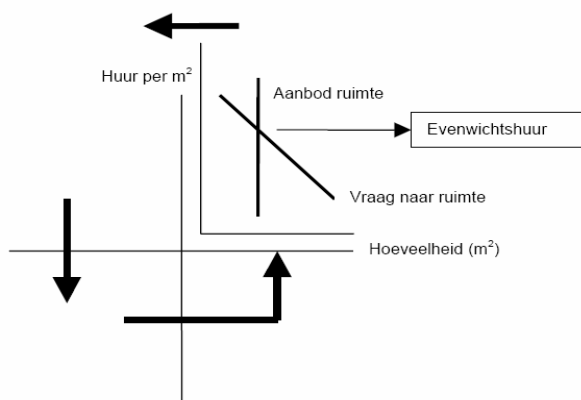
Figuur 4: Onderlinge invloed tussen de vastgoed deelmarkten



(Bron: van der Post, 2004)

Het eerste (I) kwadrant vertegenwoordigt de huurmarkt en laat de vraag en aanbod naar vastgoed zien. Volgens Wheaton en DiPasquale wordt de vraag binnen de huurmarkt bepaald als een functie van de huur en economische omstandigheden. De neerwaartse lijn in Figuur 3 duidt op het feit dat bij een stijging van de huren de kwantitatieve vraag naar vierkante meters afneemt. (van Gool et al, 2007).

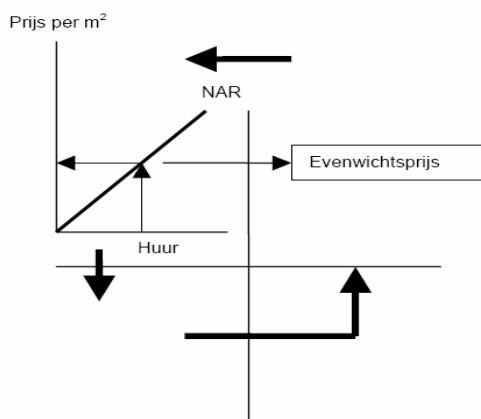
Figuur 5: Marktmodel huurmarkt



(Bron: van der Post, 2004)

Het tweede (II) kwadrant weerspiegelt de beleggersmarkt. Deze legt het verband tussen het huurprijsniveau en de waarde van vastgoed. Dit kwadrant laat zien dat vastgoedprijzen proportioneel stijgen en dalen met de onderliggende huurniveaus. De lijn in deze grafiek kan gezien worden als de kapitalisatievoet en de helling als het aanvangsrendement (van Gool et al, 2007). De evenwichtssituatie wordt bereikt door een berekening waarin het huurprijsniveau doorslaggevend is en niet vraag en aanbod. Het te behalen aanvangsrendement is ook positief afhankelijk van de kapitaalmarktrente. Wanneer deze een lager niveau bereikt zal het aanvangsrendement dalen waardoor de lijn vlakker zal worden met een hogere verkoopwaarde bij een lagere huur tot gevolg en visa versa. Het model veronderstelt een stabiel aanvangsrendement.

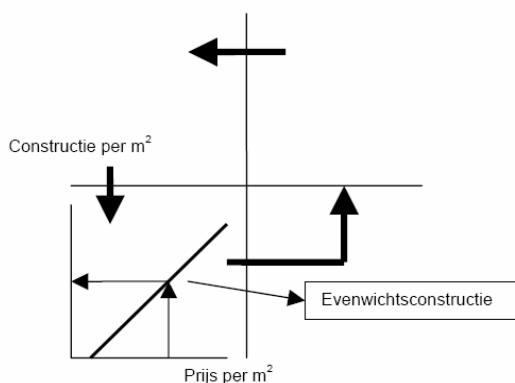
Figuur 6: Marktmodel beleggersmarkt



(Bron: van der Post, 2004)

In kwadrant drie (III) staat de bouwproductie/ruimtemarkt centraal, afhankelijk van het prijspeil op de vastgoedmarkt. Deze markt wordt bepaald door de hoogte van het huurprijsniveau in de beleggersmarkt. Bij stijgende prijzen neemt de bouwproductie toe. Dit kwadrant vervult tevens een belangrijke rol om het korte termijnevenwicht te corrigeren naar het lange termijnevenwicht.

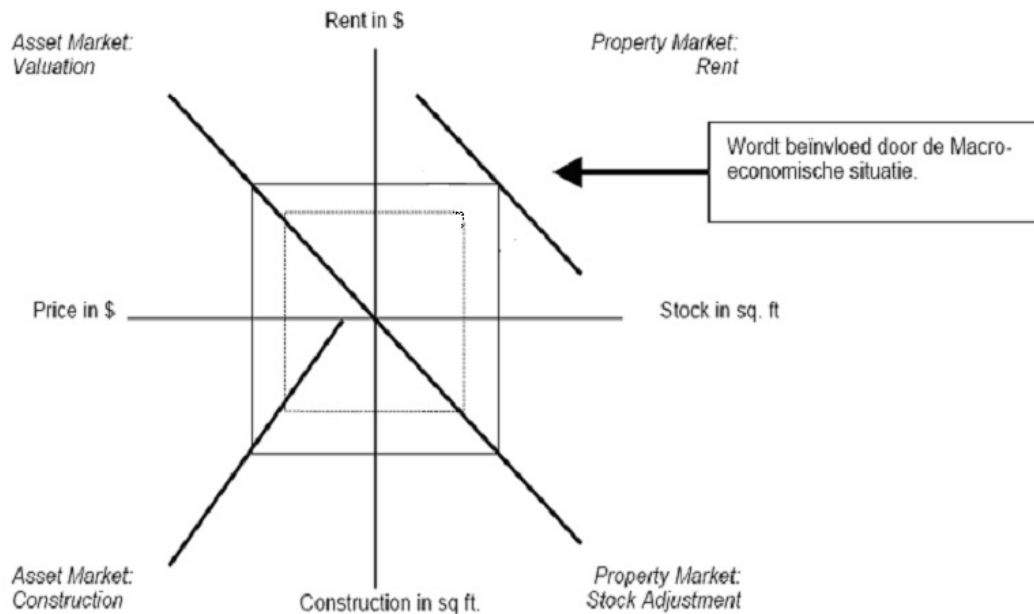
Figuur 7: Marktmodel bouwproductie/ ruimtemarkt



(Bron: van der Post, 2004)

Kwadrant vier (IV) koppelt de bouwproductie aan het totale aanbod aan vierkante meters. Hoe hoger de bouwproductie ligt, des te hoger het totale aanbod. Dit bepaalt de huurprijs die in het eerste kwadrant plaatsvindt. De verandering in de voorraad is gelijk aan wat jaarlijks bijgebouwd wordt min de ontneming aan de huidige voorraad (Wheaton en DiPasquale, 1996). Dit aanbod is het lange termijn aanbod.

Figuur 8: Het vierkwadrantenmodel



(Bron: Wheaton en DiPasquale, 1996)

In bovenstaande grafiek is te zien hoe de verschillende deelmarkten met elkaar in verbinding staan. Het huurniveau (kwadrant I) wordt gevormd op de huurmarkt, op basis van vraag en aanbod. Vervolgens wordt in de beleggersmarkt (kwadrant II) door middel van het huurniveau en het bruto aanvangsrendement de waarde van vastgoed bepaald. De bouwmarkt (kwadrant III) reageert op deze waarde wat leidt tot een nieuw niveau in voorraad. Tenslotte wordt in de voorraadmarkt (kwadrant IV) de totale voorraad aangepast aan de hand van het nieuw ontwikkelde vastgoed. Er is sprake van evenwicht binnen het model wanneer de begin- en eindvoorraad gelijk aan elkaar zijn.

De lange looptijd van projecten zorgt voor een inelastische reactie op de vraag waardoor markt- en huurprijzen zullen stijgen (van der Post, 2004). Een gevolg hiervan is dat bij een toename van de vraag de waarde van vastgoed sterk kan stijgen. Projecten die worden ontwikkeld vlak voor een daling in de vraag zullen pas worden afgerond op een markt die gekenmerkt wordt door minder vraag. Dit

fenomeen heet de varkenscyclus, en illustreert de vertraging tussen vraag en aanbod binnen de vastgoedmarkt(en). Dit is een risico waar vooral ontwikkelingsprojecten aan bloot worden gesteld.

Kwadranten I en II geven de korte termijndynamiek weer en verklaren de prijsrelatie die bestaat tussen de financiële- en vastgoedmarkt. De onderste kwadranten beslaan de meer lange termijn relaties tussen de financiële waarde en de fysieke oppervlakte (van Gool et al, 2007). Vanuit een lange termijnevenwichtssituatie kunnen we veranderingen in de deelmarkten simuleren en hun uitwerking op de markt in zijn geheel bekijken. Figuur 8 geeft deze situatie weer.

Belangrijk is het bepalen welke indicatoren naar aanleiding van de kredietcrisis een belangrijke rol hebben gespeeld op de vastgoedmarkt, om hierna de gevolgen die deze hebben gehad te simuleren met het vierkwadrantenmodel.

5.3 Beperkingen

Met behulp van het vierkwadrantenmodel is te onderzoeken hoe macro economische invloeden doorwerken op de kantorenmarkt en hoe deze op zijn beurt weer de markt voor vastgoed cv's beïnvloedt. We moeten ons wel bewust zijn van de beperkingen die het model heeft. Zo baseert het de waarde van vastgoed op vraag en aanbod binnen de huurmarkt, in realiteit kan deze prijsvorming van veel meer factoren afhankelijk zijn. Daarnaast gaat het model uit van perfecte prijsvorming en dat er een lange termijn evenwicht kan ontstaan binnen de markt. Maar door factoren als gebrek aan transparantie en overheidsinterventie binnen de vastgoedmarkt hoeft dit niet altijd zo te zijn.

5.4 Aannames

In dit onderzoek zullen we ons richten op de Nederlandse markt voor kantoorvastgoed. Deze keuze is gemaakt omdat meer dan 60% van alle vastgoedfondsen zich richt op deze markt. Zoals in hoofdstuk 4 is beschreven heeft de commerciële dienstensector in Nederland sterk teruglopende omzetten laten zien. Een aanname die we doen is dat het economisch presteren van deze sector samenhangt met de vraag naar kantoorruimte.

Om modelmatig de invloed van de crisis op kantoorvastgoed te onderzoeken, en daarmee het samenhangend presteren van vastgoed cv's, nemen we aan dat de dalende omzetten binnen de sector commerciële dienstverlening en afname van kantoorbanen zullen leiden tot een afname in de vraag naar kantoorruimte. Vanuit dit vertrekpunt zullen we vervolgens de verdere ontwikkelingen binnen het vierkwadrantenmodel onderzoeken.

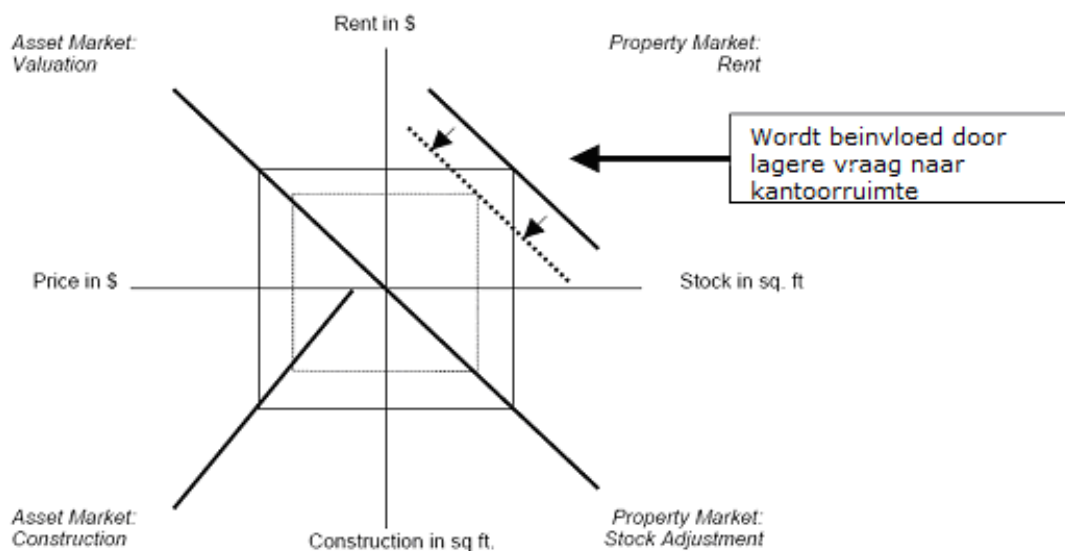
5.5 Invloed van de kredietcrisis volgens het vierkwadrantenmodel

In hoofdstuk 4 is besproken welke gevolgen de kredietcrisis heeft gehad voor de Nederlandse economie. Een sterke daling van het Bruto Binnenlands Product bevestigt dit. Een gevolg van deze afnemende economische groei is een dalende vraag naar kantoorruimte. Bij het modelleren zullen we

de dalende vraag naar kantoorruimte als startpunt nemen omdat deze afhankelijk is van de dalende groei van de Nederlandse economie.

In het eerste kwadrant van figuur 6 is te zien hoe een afname van de vraag naar kantoorruimte leidt tot een lagere evenwichtsprijs bij een gelijkblijvend aanbod van kantoorruimte. Hierdoor schuift de lijn in kwadrant 1 naar links. Op de korte termijn zal de huurprijs echter gelijk blijven aan het niveau in de uitgangssituatie door een gebrek aan transparantie binnen de markt. Daarnaast zal dit ervoor zorgen dat projecten die in aanbouw zijn vlak voor een vraagdaling zullen worden opgeleverd in een markt met weinig vraag. Dit zal een verdere daling van de huurprijs tot gevolg hebben.

Figuur 9: Crisis binnen het vierkwadrantenmodel



(Bron: Wheaton en DiPasquale, 1996)

Het tweede kwadrant laat zien hoe deze lagere huurprijs per vierkante meter doorwerkt naar de beleggersmarkt. De huuropbrengst daalt waardoor het vastgoed minder rendement oplevert. Bij een gelijkblijvende BAR daalt de waarde van kantoorvastgoed. De lagere huurniveaus zullen op de korte termijn nog niet doorwerken naar het prijsniveau van het vastgoed, dit wordt aangegeven door de donkere lijn. Maar zoals te zien is zal op den duur het niveau dalen en aansluiten op de gedaalde vraag naar kantoorruimte. Dit wordt aangegeven door de lichte lijn.

Het derde kwadrant speelt een belangrijke rol voor het vertalen van het korte termijn evenwicht naar het lange termijn evenwicht. De gerealiseerde waarde op de beleggersmarkt bepaalt het niveau van de bouwproductie. Wanneer de waarde van vastgoed lager is dan de vervangingswaarde zal er minder ontwikkeld worden. Het lange termijn evenwicht zal in dit kwadrant worden hersteld en dus zal de

bouwproductie op den duur afnemen. Gezien de vertraging binnen de bouw blijft deze eerst op het oorspronkelijke niveau alvorens te dalen.

In het laatste kwadrant wordt de bouwproductie gekoppeld aan de totale voorraad verhuurbaar kantooroppervlak en bepaalt zo weer de huurprijs die wordt gevormd in het eerste kwadrant. Te zien is dat op de lange termijn als gevolg van de daling van de vraag naar verhuurbaar kantooroppervlak het totale aanbod van verhuurbaar oppervlakte is aangepast en is afgenomen.

Nadere bestudering van het vierkwadrantenmodel suggereert dat als gevolg van de kredietcrisis de volgende gebeurtenissen binnen de kantorenmarkt plaatsvinden:

- Een daling van de vraag naar kantoorruimte zorgt voor een daling van de huurprijs van kantooroppervlak.
- Op de *korte termijn* zullen de (huur)prijzen van kantoorvastgoed niet reageren op de afnemende vraag. Dit komt door een gebrek aan transparantie in de markt. Bij een daling van de vraag zal aanvankelijk het huurprijsniveau gelijk blijven waardoor ook de waarde van vastgoed binnen de beleggersmarkt onveranderd zal blijven. Hierdoor zal de bouwproductie op zijn beurt onveranderd blijven en zal de voorraad groeien wat de prijzen op de huurmarkt op den duur verder naar beneden zal doen drijven.
- Op de *lange termijn* zal een daling van de vraag naar kantooroppervlak leiden tot een daling van de huurprijs, een daling van de waarde van kantoorpanden, een daling van de bouwproductie, en een daling van de totale voorraad van verhuurbaar kantooroppervlak (mits er gesloopt wordt). De markt zal vervolgens in evenwicht zijn totdat de cyclus zich herhaalt.
- Het vierkwadrantenmodel impliceert dat de kantorenmarkt conjunctuurgevoelig is aangezien er marktrisico ontstaat doordat een conjuncturele neergang leidt tot een snelle vraagdaling naar kantooroppervlak terwijl het aanbod veel minder snel reageert.
- Een toename van de vraag naar kantoorruimte zal op den duur het prijsniveau binnen de kantorenmarkt weer doen stijgen.

Belangrijke kanttekening bij bovengenoemde conclusies uitgaan van de gevolgen van macro economische ontwikkelingen binnen de huurmarkt en niet kijken naar de financiële gevolgen van de kredietcrisis. In het volgende hoofdstuk zullen we aan de hand van een empirisch onderzoek kijken welke veranderingen daadwerkelijk tot op heden binnen de kantorenmarkt hebben plaatsgehad. Aan de hand hiervan kunnen we een vergelijking maken met het vierkwadrantenmodel en oordelen of de markt zich bevindt in de korte termijn fase of zich al bevindt in het lange termijn evenwicht. Op deze manier kunnen we een blik in de toekomst werpen en een voorspelling doen aangaande

ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt en welke implicaties dit heeft voor de Nederlandse markt voor vastgoed cv's.

6 EMPIRISCH ONDERZOEK

6.1 Inleiding

Voorgaand hoofdstuk heeft op basis van de macro-economische ontwikkeling binnen de sector commerciële dienstverlening een theoretisch scenario geschetst van veranderingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt. Kanttekening die hierbij geplaatst moet worden is dat dit scenario de financiële gevolgen van de kredietcrisis niet in ogenschouw neemt. Dit hoofdstuk zal de ontwikkelingen binnen de markt verder onderzoeken aan de hand van een empirisch onderzoek en ze vervolgens vergelijken met de bevindingen uit het vierkwadrantenmodel. Dit zal ons in staat stellen om te kijken in welke fase de markt zich bevindt en vervolgens voorspellingen te doen over de verdere ontwikkelingen binnen de markt. Tenslotte zal er in paragraaf 6.4 gekeken worden naar welke uitwerkingen dit concreet heeft gehad voor de markt van vastgoed cv's, zowel aan de hand van een literatuurstudie als aan de hand van een aantal case studies.

6.2 Ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantorenmarkt

De Nederlandse markt voor commercieel vastgoed is zwaar getroffen door de crisis. Hier liggen verschillende oorzaken aan ten grondslag. In het licht van het vierkwadrantenmodel zullen we kijken naar de ontwikkeling binnen de verschillende vastgoeddeelmarkten. Het achterhalen van verkoopprijzen is praktisch onmogelijk aangezien deze vaak niet openbaar worden gemaakt. Om een beeld te krijgen van de rendementen die de afgelopen jaren op de kantorenmarkt zijn behaald kijken we naar de ROZ/IPD vastgoedindex. Dit is een performance meting op directe vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers die jaarlijks wordt uitgevoerd.

Tabel 6: ROZ/IPD index kantoren

Jaar	Totaal rendement	Direct rendement	Indirect rendement
2007	11,5%	7%	4,3%
2008	0,9%	6,7%	-5,5%
2009	-0,2%	7,1%	-6,8%

(Bron: ROZ/IPD)

Tabel 6 toont aan dat de te behalen rendementen op kantoren zijn aangetast door de kredietcrisis. Duidelijk is dat dit verlies in rendement voortkomt uit een daling van het indirect rendement. Vlak na het begin van de crisis in 2008 is al een sterke daling te zien van het indirect rendement. De rendementen op huur zijn echter ongeveer gelijk gebleven en vertonen weinig schommelingen in de jaren 2007-2009. Het direct rendement is echter wel afhankelijk van het indirect rendement in haar berekening. Bij een daling van het indirect rendement, verkleint de noemer van het te bepalen direct

rendement. In het geval van een dalend indirect rendement met een bijbehorend onveranderd direct rendement wijst dit op een lagere huurprijs of toegenomen leegstand. Daarnaast richt deze performance meting zich uitsluitend op kantoorvastgoed uit het topsegment binnen de markt, terwijl vastgoed cv's vaak beleggen in lagere segmenten. Toch kunnen deze cijfers een goede indicatie geven van de ontwikkelingen binnen de markt.

Tussen 2007 en 2008 is een kleine daling van huurprijzen waar te nemen met uitzondering van Oost-Nederland. In 2009 was in drie regio's al weer een kleine prijsstijging te zien ten opzichte van het jaar daarvoor. Toch stelt DTZ (2009) in een van haar rapporten dat als gevolg van de recessie de leegstand verder zal toenemen, en dan vooral op de secundaire locaties waardoor een waardecorrectie onvermijdelijk is. Maar ook op A-locaties zijn dalende huurprijzen onvermijdelijk. Een reden dat dit niet in de ontwikkeling van huurprijzen tot uiting komt kan te verklaren zijn doordat huurcontracten niet aflopen of door het verstrekken van incentives. Incentives zijn kortingen die door de verhuurder aan de huurder worden verstrekt in de vorm van huurvrije periodes of een lagere niet-contractuele huur. Hierdoor kan de huur in het contract hoger liggen dan dat wat de huurder in de praktijk betaalt. Echter, dit zijn slechts speculaties en zal in de praktijk moeilijk te achterhalen zijn. Wel zijn bijvoorbeeld de tophuurprijzen op de Zuidas, de duurste kantorenlocatie van Nederland, voor het eerst sinds 2003 gedaald naar € 360 euro per m² per jaar terwijl de prijs daarvoor nog tegen de € 400 euro per m² lag (bouw en wonen, 2010).

Tabel 7: Huurprijzen kantoorruimte

Jaar	Gemiddelde huurprijs (€/m²) Noord-Nederland	Gemiddelde huurprijs (€/m²) Oost-Nederland	Gemiddelde huurprijs (€/m²) West-Nederland	Gemiddelde huurprijs (€/m²) Oost-Nederland
2004	115	116	146	128
2005	105	119	144	124
2006	114	116	153	125
2007	118	127	153	127
2008	120	120	151	128
2009	121	123	146	131

(Bron: Vastgoedmonitor)

De leegstand van kantoorruimte is in 2009 landelijk toegenomen tot 13,3%. Noordanus, voorzitter van Neprom, verklaart dit oplopende percentage door de geruime kredietverlening die voor lange tijd is verleend en waardoor het aanbod van kantoren sterk is toegenomen (ND, 2010). Dit illustreert weer

hoe belangrijk de factor financiering is binnen de vastgoedmarkten en dient daarom zeker verder worden uitgediept in verband met de kredietcrisis.

Tabel 8: Leegstand kantoren

Jaar	Leegstand in procenten van totale kantoorvoorraad
2005	13,8
2006	12,5
2007	10,7
2008	12
2009	13,3

(Bron: Vastgoedmonitor)

Naast het feit dat de leegstand toeneemt, is er ook een sterk dalende trend waarneembaar binnen de nieuwbouwmarkt van kantoorruimte. Zoals tabel 9 laat zien is in 2008 na het ontstaan van de crisis de nieuwbouw afgenomen met bijna 18% ten opzichte van het jaar daarvoor. Deze ontwikkeling binnen de vastgoedmarkten is niet onbekend en wordt doorgaans bestempeld als de varkenscyclus. Op het moment van schrijven zijn de cijfers voor het jaar 2009 nog niet gepubliceerd maar uitgaande van de dalende vraag naar kantoorruimte zal de hoeveelheid nieuwbouw aanzienlijk lager liggen dan in 2008. Deze dalende vraag vanuit de huurmarkt en de lichte groei van nieuw gebouwde kantoren zorgt dat de huurprijzen verder onder druk komen te staan waardoor verdere prijsdalingen voor de hand liggen.

Tabel 9: Nieuwbouw kantoren

Jaar	Nieuwbouw van kantoorruimte (m2)
1998	1.284.000
1999	1.850.000
2000	2.054.000
2001	1.874.000
2002	1.359.000
2003	812.000
2004	501.000
2005	620.000
2006	869.000
2007	966.000

Jaar	Nieuwbouw van kantoorruimte (m2)
2008	800.000
2009	500.000 (naar verwachting)

(Bron: Vastgoedmonitor)

Naast de bovenstaande veranderingen in huurprijs en aanbod van kantoorruimte is er een andere opvallende ontwikkeling waar te nemen binnen de vastgoedbeleggingsmarkt. In 2008 is het transactievolume gedaald tot een historisch dieptepunt. Aannemelijk is dat het restrictievere kredietbeleid ervoor heeft gezorgd dat het aantal directe beleggingen in commercieel vastgoed in 2008 met bijna 20% is afgenomen ten opzichte van 2007, en in 2009 is de markt tot een waar dieptepunt gekomen met een daling van 50% ten opzichte van het jaar ervoor (Vastgoedmonitor).

Zoals later duidelijk zal worden uit de case studies ondervinden de cv's problemen van het nieuwe strengere kredietbeleid dat dor banken wordt gehanteerd. Doordat de kosten van financiering zijn opgelopen verlangen beleggers een hogere risicopremie. Deze wordt bij gelijkblijvende huurinkomsten gerealiseerd door dalende waarden van kantoren binnen de beleggersmarkt. Vooral kantoren op secundaire locaties vertoonden aan het einde van 2008 grote waardedalingen wat verband houdt met het toegenomen leegstandsrisico op deze locaties (DTZ Zadelhoff, 2009). Onderstaande figuur laat de ontwikkeling zien van de hoogte van directe beleggingen in Nederlands commercieel vastgoed.

Figuur 10: Directe beleggingen in commercieel vastgoed in Nederland



(Bron: Jones Lang Lasalle)

Opvallend is dat het dalende transactievolume gepaard gaat met een veranderend profiel van de vastgoedkoper. In het verleden waren dit veelal “leveraged buyers”, die door middel van goedkoop

geleend geld hun aankopen financierden. De vastgoed cv's behoren ook tot deze groep. Maar sinds de kredietcrisis veranderde dit door de geringe kredietverstrekking van banken en zo zien "equity buyers", beleggers die middels eigen vermogen financieren, hun kans schoon om veel aantrekkelijk geprijsd vastgoed aan te kopen. Het restrictieve kredietbeleid is dan ook de oorzaak voor de terugloop van het aantal transacties binnen de beleggingsmarkt (DTZ Zadelhof, 2009).

6.3 Vergelijking

Dat de kredietcrisis heeft geleid tot een daling van de waarde van Nederlandse kantoren (Tabel 4) is een feit, maar wat hiervoor de precieze redenen zijn vereist nader onderzoek. Wanneer wij de marktgegevens vergelijken met onze theoretische bevindingen uit het vorige hoofdstuk kunnen we stellen dat de praktijksituatie weinig overeenkomsten vertoont met het scenario dat het vierkwadrantenmodel schetst.

Zowel in 2008 als in 2009 is de leegstand van kantoorpanden toegenomen wat duidt op een daling van de vraag. Maar tegelijkertijd is er nauwelijks een daling van de huurprijs waar te nemen. Dit komt tevens tot uiting in de ROZ/IPD index die geen daling laat zien met betrekking tot het direct rendement uit kantoorvastgoed. Dit suggereert dat de huurprijsvorming binnen de kantorenmarkt inelastisch is. Verklaringen hiervoor kunnen zaken zijn als lopende huurcontracten, het verstrekken van incentives en de ontbrekende transparantie binnen de Nederlandse huurmarkt. De voorspelling van het vierkwadrantenmodel dat op de korte termijn vraag en aanbod binnen de markt niet op elkaar zullen aansluiten is dan ook een feit. Dit is ook het punt waar de gelijkens tussen theorie en praktijk ophoudt.

Want terwijl het huurprijsniveau gelijk is gebleven is er wel een algemene prijsdaling op de beleggingsmarkt van kantoorvastgoed waar te nemen. Dit is te zien aan een sterke daling van het indirect rendement onmiddellijk na het uitbreken van de kredietcrisis. Dit komt niet overeen met de voorspelling van het vierkwadrantenmodel dat suggereert dat op de korte termijn de waarde van vastgoed onveranderd blijft.

Daarnaast is de bouw van nieuwe kantoren tussen 2007 en 2008 al met ruim 18% gedaald en zal naar verwachting het cijfer voor 2009 nog aanzienlijk lager liggen. Dit is ook in strijd met het vierkwadrantenmodel dat er vanuit gaat dat op de korte termijn de bouwproductie onveranderd blijft.

Is het lange termijn evenwicht dan wellicht behaald? Neen, de vergelijking toont aan dat er ook nog geen sprake is van het lange termijn evenwicht zoals deze binnen het vierkwadrantenmodel wordt geschetst. Vraag en aanbod sluiten namelijk nog niet op elkaar aan. De vraag vanuit de huurmarkt is immers nog steeds dalende terwijl huurprijzen onveranderd zijn gebleven. Uitgaande vanuit het model kunnen we stellen dat voor het jaar 2010 en 2011 een verdere prijsdaling binnen de Nederlandse

kantorenmarkt voor de hand ligt. Door de daling van de vraag en een (kleine) groei van nieuwgebouwde kantoren zal de druk op de huurprijzen toenemen waardoor deze verder zullen dalen. Op de lange termijn zal de bouw (nog) verder afnemen en de daling binnen de huurmarkt tot stilstand komen waardoor vraag en aanbod gelijk zullen zijn aan elkaar en prijzen zullen stabiliseren

Tabel 10: Vierkwadrantenmodel versus praktijk op de korte termijn

	Model	Praktijk
Vraag huurmarkt	Neemt af	Neemt af
Huurprijs	Blijft gelijk	Blijft gelijk
Bouw	Blijft gelijk	Neemt af
Beleggingswaarde	Blijft gelijk	Neemt af

Zoals tabel 10 laat zien stroken niet alle bevindingen uit de praktijk met het theoretisch model. Zo is op de korte termijn de bouwproductie gedaald in plaats van gelijk te blijven, en is de algehele waarde binnen de beleggingsmarkt van kantoren gedaald in plaats van gelijk te blijven. Deze ontwikkelingen zijn mede te verklaren door het unieke karakter van de huidige kredietcrisis die bestaat uit zowel een conjuncturele afkoeling als een crisis op de financiële markten.

Het vierkwadrantenmodel beredeneerd bij een crisis namelijk per definitie vanuit een afnemende vraag binnen de huurmarkt. In het geval van een conjuncturele afkoeling is de dalende vraag vanuit de huurmarkt inderdaad de oorzaak van een daling in de waarde van kantoor vastgoed.

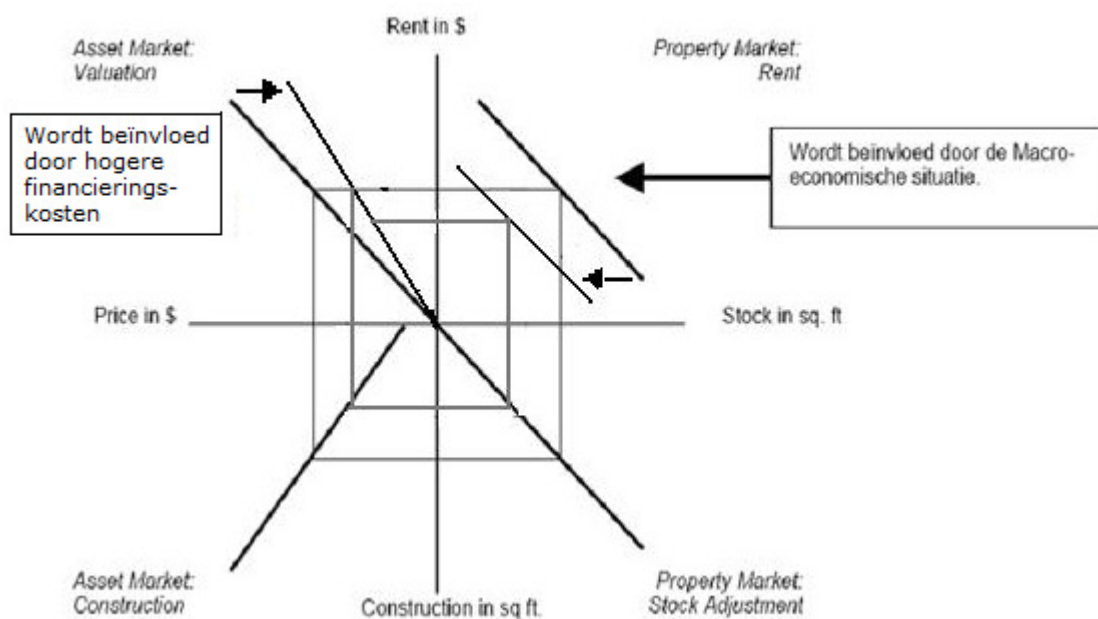
Maar het empirisch onderzoek toont aan dat de daling in de waarde van kantoren (nog) niet is toe te schrijven aan een conjuncturele afkoeling. De conjuncturele leegstand is weliswaar 7% maar de huurprijzen zijn onveranderd gebleven. Binnen de huurmarkt wordt op deze manier de waarde van kantoorvastgoed eigenlijk kunstmatig hooggehouden. Dit komt door lopende contracten en een gebrek aan transparantie binnen de markt.

Dat er toch sprake is van een daling van de beleggingswaarde is te verklaren door de financiële crisis. Het restrictieve kredietbeleid van banken is hier in grote mate verantwoordelijk voor. De forse daling in waarden in 2008 is volledig te wijten aan de verhoogde kosten van financiering binnen de beleggersmarkt. In tegenstelling tot voorgaande crises waar de teruggang in de huurmarkt werd gevolgd door een teruggang in de beleggingsmarkt is dat nu andersom (DTZ Zadelhof, 2009). Onderstaand figuur illustreert de praktijksituatie aan de hand van het vierkwadrantenmodel.

Door de hogere risico opslag die beleggers verlangen als gevolg van restrictief kredietbeleid draait de grafiek in het tweede kwadrant naar rechts. Dit toont aan dat de waarde van kantoren afneemt bij

hetzelfde huurprijsniveau. Als gevolg neemt de hoeveelheid nieuwbouw af. Wanneer er binnen de huurmarkt geen verschuivingen plaatsvinden, zal dit in eerste instantie leiden tot hogere huurprijzen waardoor waarden en bouw van kantoren zullen toenemen. Maar in verband met de kredietcrisis en de afnemende vraag binnen de huurmarkt beweegt de lijn naar links. Gevolg is een versterkt negatief effect op de waarden van kantoren binnen de beleggersmarkt en het verder afnemen van nieuwbouw. Dit is dan ook de verwachting voor 2010 en 2011.

Figuur 11: Praktijksituatie binnen vierkwadrantenmodel



(Bron: Wheaton en DiPasquale, 1996)

Het vierkwadrantenmodel schiet in haar oorspronkelijke beredenering dan ook tekort om deze unieke situatie volledig weer te geven omdat zij de huurmarkt als vertrekpunt neemt en niet de beleggersmarkt. Het model kan daarmee in het geval van de kredietcrisis geen correcte voorspellingen doen omdat zij het belang van financiering niet erkend. Zo lang “cash regeert” en banken voorzichtig zijn met het verschaffen van leningen zal de vraag vanuit beleggers naar kantoor vastgoed dan ook niet sterk groeien en zullen waarden van vastgoed dalen. Wanneer huurprijzen uiteindelijk zullen aanpassen aan de verlaagde vraag kan dit een versterkt negatief effect hebben op de waarden en nieuwbouw van kantoren.

6.4 Conclusies

De vergelijking tussen het vierkwadrantenmodel en het empirisch onderzoek heeft laten zien dat de kredietcrisis een tweeledig dilemma vormt voor de Nederlandse kantorenmarkt bestaande uit een conjuncturele afkoeling en een crisis op de financiële markten.

De huidige praktijksituatie verschilt dan ook met de situatie die geschetst wordt in het vierkwadrantenmodel.

Vraag en aanbod sluiten op de korte termijn nog niet op elkaar aan wat is te zien aan de toenemende leegstand en de huurprijzen die onveranderd zijn gebleven. De voorspelling is dan ook dat er een daling in 2010 van de huurprijs van kantoorvastgoed zal plaatsvinden wanneer huurcontracten aflopen en omdat aanbod nog steeds groeiende is.

Daarnaast is de bereidheid van banken om kredieten te verstrekken afgenomen en zijn de kosten van geleend geld toegenomen. Dit heeft onder andere geleid tot een afname van de vraag naar kantoorvastgoed onder beleggers. De prijsdalingen van kantoren zijn ontstaan binnen de beleggersmarkt sinds medio 2008 als gevolg van de verhoogde financieringskosten. Dit in tegenstelling tot wat het vierkwadrantenmodel veronderstelt, namelijk een waarde daling die ontstaat binnen de huurmarkt. Door het ontbreken van de rol van financiering binnen het vierkwadrantenmodel schiet deze tekort om de impact van de kredietcrisis volledig weer te geven. Wel valt te verwachten dat de teruglopende vraag uit de huurmarkt alsnog een versterkt negatief effect zal hebben op de waarden binnen de beleggersmarkt in 2010 en 2011.

Aan de hand van deze bevindingen ziet de toekomst van lopende cv's van fondsaanbieders er onzeker uit. Maar meer onderzoek is nodig voor het beantwoorden van vragen zoals: Wat zijn de gevolgen voor de aanbieders van cv's? Slagen aanbieders erin om nieuwe beleggers aan de trekken en nieuwe fondsen te lanceren? Loopt de algemene continuïteit van fondsaanbieders gevaar als gevolg van de kredietcrisis?

Om meer inzicht te verkrijgen in deze vragen worden er in het volgende hoofdstuk een aantal case studies van fondsaanbieders behandeld, die een beeld geven van de gevolgen van de kredietcrisis op bedrijfsniveau. Hierna zullen we in staat zijn om daadwerkelijk te oordelen in hoeverre de Nederlandse cv aanbieders zijn beïnvloed door de kredietcrisis.

7 CASE STUDIES

7.1 Inleiding

Voorgaande hoofdstukken hebben laten zien op welke manier de kredietcrisis de Nederlandse beleggingsmarkt in kantoren heeft beïnvloed. Met behulp van het vierkwadrantenmodel en een empirisch marktonderzoek hebben we voorspeld dat een verdere daling van de prijzen binnen de kantorenmarkt in het verschiet ligt. Een aantal case studies zal meer inzicht geven in de impact die de kredietcrisis heeft gehad op bedrijfsniveau van fondsaanbieders.

In totaal zijn zes case studies uitgevoerd; drie aan de hand van artikelen en publicaties in vaktijdschriften en andere media en drie op basis van interviews met kopstukken van Nederlandse cv aanbieders, namelijk met de heren Boissevain (CEO Annexum), Span (Business Manager USA Global State) en van Maanen (manager B&S Vastgoed Fondsen). Zie bijlage 10.2 voor de complete interviews.

De case studies moeten licht werpen op hoe de fondsaanbieders presteren, welke bedrijfsstrategieën worden gehanteerd en hoe de perspectieven van de verschillende bedrijven zich verhouden tot de toekomst van de Nederlandse cv markt. De besproken bedrijven zijn actief in verschillende vastgoedmarkten en beleggen naast Nederland ook in Duitsland, Oost Europa en de Verenigde Staten. Dit hoofdstuk sluit af met een tabel waarin alle conclusies uit de verschillende case studies worden samengevat. Hoewel er meerdere bedrijven zijn benaderd om mee te werken aan dit onderzoek, door middel van het afgeven van interviews, werd dit verzoek helaas slechts door een minderheid ingewilligd. Deze case studies dienen niet als statistisch representatief geïnterpreteerd te worden maar ter verdieping van het onderwerp en de spelende problematiek.

7.2 Homburg Capital en Holland Immo Group

Homburg Capital is al jaren marktleider op de Nederlandse markt voor vastgoedparticipaties. Met een totaal van vierentwintig fondsen en een totaal belegd fondsvermogen van € 620 miljoen richt Homburg zich vooral op Canadees en Oost Europees woon- en winkelvastgoed. In 2009 werd besloten om Homburg Invest, het deel van de onderneming dat zich richtte op ontwikkelingsprojecten in Canada, af te stoten. Augustus 2009 liet Homburg weten met een reorganisatie van start te gaan die het aantal werknemers op de sales afdelingen zou verminderen. Toch toont Homburg Capital zich in 2010 met € 35 miljoen aan plaatsingen als een van de aanvoerders binnen de markt.

De Holland Immo Group is opgezet om particuliere en institutionele beleggers de mogelijkheid te bieden om in Nederlands woning- en winkelvastgoed te beleggen. Met een totaal fondsvermogen van €475 miljoen staat het bedrijf op de elfde positie in de top-40 van grootste aanbieders van vastgoedparticipaties in 2009 van PropertyNL. In totaal beheert de Holland Immo Group 11 fondsen.

Kredietcrisis

Directeur Richard Homburg onderkent dat de kredietcrisis grote invloeden heeft gehad en kijkt dan vooral richting de banken. “Ook wij merken hoe moeilijk banken nu ineens doen als het om financieringen gaat. Maar wij hebben de afgelopen jaren gelukkig bewezen dat we heel succesvol zijn als het erom gaat geld direct uit de markt te halen” (Vast + Goed magazine 2009). Richard Stolle, vice president bij Homburg, zegt in een interview het volgende met betrekking tot financiering: “We denken dat we niet meer terug gaan naar de situatie zoals we die hebben gekend met ruime kredietverstrekking. Dus moeten we naar alternatieven kijken en waar we aan denken zijn naast geld ophalen bij particulieren en instituten, in Nederland en het buitenland, om meer zelfstandig te gaan doen. Dergelijke initiatieven zijn er al. In Duitsland kun je bijvoorbeeld Bankhausen kopen met vergunning en al, waarmee je op de Duitse markt spaargeld zou kunnen aantrekken” (Vastgoedjournaal, 2009). Ook meldt het bedrijf in een persbericht van 8 december 2009 met betrekking tot vijf fondsen in Letland en Litouwen: “De vijf beleggingsfondsen die door Homburg Participaties worden beheerd, lopen zonder uitzondering aanzienlijke vertraging op in het proces van projectontwikkeling. De voornaamste reden hiervan is het ontbreken van bankfinanciering.” Beleggers wordt vriendelijk gevraagd om geduld te tonen in de situatie, ze hebben waarschijnlijk weinig keus.

Manfred Kühl, directievoorzitter Holland Immo Group, spreekt tevens zijn ongenoegen uit over de nijpende situatie met betrekking tot financieringen. “Als gevolg van de verhoogde liquiditeitsopslagen die banken moeten betalen voor het aantrekken van geld zijn de kredietopslagen die moeten worden betaald sinds de tweede helft van 2008 twee tot drie keer zo hoog als aan het begin van 2008” (Kühl, 2009).

Toekomst

Kühl maakt duidelijk dat object specifieke kenmerken weer een grote rol zullen gaan spelen in de waardering van vastgoed en dat het niet meer slechts gezien kan worden als een financieel product of cashflow model. “De kantorenmarkt zal in 2009 en 2010 gekenschetst worden als gebruikersmarkt waar huurvrije perioden en andere incentives zullen toenemen. Bij kantoren en bedrijfsmatig vastgoed, zeker in het secundaire vastgoedsegment, is het leegstandsrisico en risico van huurprijsverlaging het grootst” (Kühl, 2009). Toch voorziet Kühl alsnog interessante kansen om nieuwe fondsen op te starten die zich richten op Duits winkelvastgoed. Vooral winkelvastgoed in het discount segment zoals Aldi en Lidl bieden ook in tijden van crisis interessante beleggingen met zekerheid. “Ondanks de kredietcrisis blijft er vraag naar winkelruimte op goede locaties, vooral van de grote (internationale) winkelketens. Het aanbod van winkelunits op goede locaties blijft beperkt doordat een groot aantal retailprojecten als gevolg van de kredietcrisis is stopgezet” (Kühl, 2009).

Gezamenlijk fonds

Homburg Capital en de Holland Immogroup besloten in december 2009 een samenwerkingsverband aan te gaan. Beide bedrijven zullen onafhankelijk blijven opereren maar bundelen hun kennis om zo een gezamenlijk fonds op te starten dat zich richt op Duits winkelvegoed. Voornaamste reden voor deze keuze lijkt het feit dat Homburg zijn marketing voornamelijk direct op beleggers heeft gericht terwijl Holland Immo Group gebruik maakt van een uitgebreid netwerk van intermediairs. Op deze manier kan er een grotere groep beleggers worden aangesproken. Intussen zijn er al twee gezamenlijke vastgoed cv's geïnitieerd.

7.3 Hanzevast Capital

Met drieëntwintig vastgoedfondsen positioneert Hanzevast Capital zich op de vierde plaats van grootste aanbieders in Nederland. Het bedrijf is gespecialiseerd in beleggingen in Nederlands kantoorvastgoed maar heeft sinds kort een fonds dat zich richt op de Duitse markt. Naast vastgoed cv's biedt Hanzevast ook scheepsfondsen aan.

Een blik op de geprognoseerde rendementen in 2009 en de daadwerkelijk gerealiseerde rendementen laat zien dat deze meestal aanzienlijk lager liggen. In sommige gevallen tot wel 60 procent onder het geprognoseerd rendement. Toch ziet Hanzevast nog mogelijkheden om nieuwe fondsen op te starten.

Toekomst

Algemeen directeur, Jaap Wolters, zag in 2008 nog volop mogelijkheden in het buitenland voor het lanceren van nieuwe fondsen. In Duitsland zijn kantoren een interessante optie gezien de aantrekkelijke aanschafprijzen en de hoge bezettingsgraad. "In 2003-2004 ging ook Duitsland de economische tegenwind voelen. Dat kwam extra hard aan want de dip gold ook voor die extra groei die in het voorafgaande decennium was bewerkstelligd. Er is niet één huurcontract dat in Duitsland de afgelopen twaalf jaar niet neerwaarts is aangepast. De huren in Duitsland liggen nu op een dieptepunt en hierdoor is er veel opwaarts potentieel", aldus Wolters (Beleggingsexpress 2008). Om hierop in te spelen heeft Hanzevast dan ook snel een fonds opgezet waarvan de verkoop onlangs van start is gegaan.

Maar circa een halfjaar na dit interview werd duidelijk dat een aantal lopende cv's in zwaar weer was terecht gekomen. Om deze noodleidende fondsen draaiende te houden werd er een opvallende maatregel geopperd om de €130 miljoen tellende financiering van de bank te kunnen verlengen (Hanzevast 2009).

Fusie cv's

Negen fondsen die Hanzevast in 2006 heeft opgericht hebben te kampen met aanzienlijke leegstand tot maar liefst 35% (Hanzevast, 2009). Hierdoor heeft de financieringspartner, de Deutsche Pfandbriefbank, een fusie van de 9 verschillende fondsen verplicht om aanspraak te kunnen maken op herfinanciering. Een fusie zou resulteren in meer stabiliteit in huurinkomsten in tegenstelling tot negen op zichzelf staande fondsen. De fusie is nog geen feit maar zal zeer waarschijnlijk plaatshebben aangezien geen andere banken geïnteresseerd zijn om de financiering over te nemen. Beleggers worden min of meer gedwongen tot deze beslissing want bij geen akkoord zullen zij bij geen verbetering van het direct rendement of financieringsvoorwaarden waarschijnlijk hun aandeel in het vastgoed verliezen.

7.4 Aefides

Deze in Groningen gevestigde aanbieder van beleggingen in bedrijfsmatig vastgoed behoorde in 2008 nog tot de top 30 van het land. Met 14 uitstaande fondsen en een eigen vermogen van een kleine €50 miljoen bediende Aefides een groep van 800 beleggers. Toch leert het faillissement van Aefides in 2009 dat scheve verhoudingen binnen het verdienmodel grote gevolgen kunnen hebben voor de continuïteit van de bedrijfsvoering.

De problemen bij Aefides zijn ontstaan doordat de drie fees binnen het verdienmodel zich op een bepaalde manier tot elkaar verhouden. De verhoudingen waren dusdanig dat de asset management fee redelijk laag kon worden gehouden. In vergelijking met de markt lag dit met 2,5% al snel 1,5% onder het marktgemiddelde (Beurswaage.nl, 2009). Dit toont aan dat Aefides voor het grootste deel van haar inkomsten afhankelijk was van de opstart en exit fee. Vooral de exit fee die meestal in procenten wordt uitgedrukt van de totale opbrengst bij verkoop kan aanzienlijk oplopen. Bij vaak opstarten en afronden van cv's vertoont dit model geen problemen. De kredietcrisis vormt hier echter de kink in de kabel. Ex directeur Hoekstra legt de verantwoordelijkheid van het faillissement bij de SNS bank, omdat die geweigerd zou hebben om een nieuw te initiëren cv te financieren (Vastgoedmarkt, 2009). Doordat er geen fondsen meer konden worden geplaatst of konden worden afgesloten viel de belangrijkste bron van inkomsten weg voor Aefides. De asset management fee was simpelweg niet kostendekkend. Echter, of de bank in dit geval de enige schulde is valt te betwisten.

Dit voorbeeld maakt duidelijk dat als gevolg van een gekozen verdienmodel een bedrijf continue moet blijven initiëren en afsluiten om voldoende inkomsten te genereren om haar werkzaamheden te bekostigen. Wanneer dit proces stopt stort het model als een kaartenhuis in elkaar.

Aefides heeft voor het officiële faillissement besloten om een aantal noodleidende cv's onder te brengen bij het bedrijf S2 Beheer. Op deze manier loopt de continuïteit van deze fondsen geen gevaar.

S2 Beheer is gespecialiseerd in het beheren van fondsen en hanteert daarom ook een verdienmodel waarin de asset management fee kostendekkend is.

Zoals andere cases duidelijk zullen maken kan het verdienmodel van cv aanbieders zodanig worden ingericht dat de asset management fee kostendekkend is en de continuïteit van de organisatie kan waarborgen.

7.5 Annexum (Dhr. Boissevain- 15 maart 2010)

Sinds de fusie met Bakkenist en Emmens in 2009 behoort Annexum tot de top-3 van grootste fondsaanbieders van Nederland. Annexum biedt een breed assortiment aan beleggingsproducten aan die zich richten op verschillende vastgoedmarkten in verschillende landen.

Op het ogenblik heeft Annexum in totaal 28 vastgoed cv's lopen waarvan een deel belegd in Nederlands kantoorvastgoed. Om uitsluitend kantoren in Nederland aan te kopen is een bewuste keuze aldus Boissevain: "Eigendom en gebruik binnen de kantorenmarkt is erg versplinterd en daarom kiest Annexum ervoor om zich uitsluitend te beperken tot de Nederlandse markt". Op het gebied van retail onroerend goed is Annexum wel actief in zowel Nederland als Duitsland, dit komt doordat in de retail markt minder spelers actief zijn in vergelijking met de kantorenmarkt. "Bedrijven als bijvoorbeeld Lidl en Aldi zijn in beide landen actief en de markten in beide landen lijken dan ook erg op elkaar".

Kredietcrisis

De cv's die momenteel lopen zijn opgericht in de periode 2001 tot 2007. Boissevain erkent dat de rendementen het laatste jaar een daling hebben vertoond. "De leegstand in onze kantoren is toegenomen en dat werkt meteen door in onze rendementen". Op het ogenblik is er wel een lichte afname te zien van de leegstand. "Doordat de rente is verlaagd hebben we lagere rentekosten gehad en zo hebben we ondanks de leegstand nog positieve rendementen weten te behalen. In vergelijking met de markt liggen onze rendementen hoger". Toch wijst Boissevain hier op teruggelopen direct rendement, wat niet overeenkomt met de markt volgens de ROZ/IPD index. Verklaring hiervoor is dat ROZ/IPD slechts is gebaseerd op portefeuilles van institutionele beleggers wat uitsluitend kantoren uit het topsegment bevat. Cv's operen vaker in de segmenten daaronder.

Annexum merkt duidelijk dat het lenen van geld moeilijker is geworden. Het percentage vreemd vermogen is circa 10% afgenomen en vertegenwoordigt circa 60% in nieuw op te starten cv's. Deze ontwikkeling heeft de vraag naar kantoorpanden sterk verminderd waardoor prijzen van kantoren zijn gedaald. "Op het ogenblik is er veel aantrekkelijk geprijsd vastgoed op de markt te koop. Maar we ondervinden nog teveel problemen om hierop in te spelen. Veel beleggers zijn terughoudend en banken weigeren vaak om overbruggingsfinancieringen te verstrekken. Dit maakt het voor ons nog steeds moeilijk om nieuwe cv's te plaatsen".

Verdienmodel

Toch heeft Annexum er bewust voor gekozen om sinds maart 2007 geen nieuwe fondsen op te starten. Boissevain: “Vanuit de beleggers was er veel vraag naar nieuwe fondsen. Maar onze rekensommen kwamen niet meer uit en dus hebben we besloten om niet op deze vraag in te gaan.” Andere spelers hebben ervoor gekozen om dit wel te doen en die zijn hierdoor in de problemen gekomen. De reden hiertoe is terug te voeren naar het verdienmodel dat Annexum hanteert. Daar waar veel andere fondsaanbieders sterk afhankelijk zijn van de opstart fee, asset management fee en exit fee dekt Annexum al haar kosten met uitsluitend de asset management fee. Boissevain wijt dan ook veel van de problemen naar fondsaanbieders mee kampen aan het verdienmodel dat wordt gebruikt. “Jaren achter elkaar ging het erg goed in de markt en fondsaanbieders raakten gewend aan het feit dat alle drie de fees werden gerealiseerd zonder enige problemen. De kredietcrisis heeft dit veranderd”. Het was niet meer mogelijk om projecten te verkopen tegen de voorziene prijzen en daardoor werd de verkoop vaak uitgesteld. Je zou kunnen stellen dat het conservatieve verdienmodel (alleen de asset management fee) ervoor heeft gezorgd dat de continuïteit van Annexum geen gevaar loopt.

Doordat de prijzen van kantoren gedaald zijn als gevolg van de kredietcrisis wordt er vaak voor gekozen om projecten langer aan te houden dan gepland. Bij Annexum is hier ook voor gekozen en lopen vijf cv's langer door dan in eerste instantie gepland was.

Fusie

Begin 2009 is Annexum gefuseerd met Bakkenist en Emmens. De belangrijkste reden voor deze keuze was het vergroten van schaalvoordelen binnen de organisatie. “De fusie heeft ertoe geleid dat we ons verdienmodel ook in deze economische slechtere tijden hebben kunnen blijven hanteren. We hebben op deze manier meer fondsen uitstaan en we kunnen dus onze kosten over meer fondsen uitspreiden. Onze portefeuille is door het samengaan met Bakkenist en Emmens uitgebreid met vooral fondsen die gericht zijn op de retailmarkt. Zo hebben we expertise ontwikkeld over nieuwe markten en kunnen we beleggers nieuwe producten aanbieden”. Boissevain sluit niet uit dat meer van dit soort fusies zullen plaatsvinden binnen de markt; “Ik voorzie dat verdere consolidatie binnen de markt zal leiden tot een kleinere groep grote spelers”.

Toekomst

Naar verwachting zal 2010 een positief jaar worden voor Annexum. “We zijn ons naast kantoorvastgoed ook op de retail-, hotel- en woningmarkt gaan richten en willen beleggers fondsen gaan aanbieden die zich richten op verschillende vastgoedmarkten”. Zo is Annexum onlangs een samenwerking aan gegaan met Direct Wonen om samen beleggingsproducten te ontwikkelen die zich richten op de Nederlandse woningmarkt. “Onze strategie is het creëren van een breed assortiment

vastgoed beleggingen. Onze winkel is weer geopend en stapje voor stapje proberen we weer nieuw initiatieven te lanceren”.

Boissevain: “Het blijft moeilijk om te voorspellen hoe Annexum zich komend jaar zal ontwikkelen aangezien we ons vooral bezig houden met lange termijn projecten. Voor de cv markt in het algemeen denk ik dat het niet ondenkbaar is dat er een deel van de aanbieders het veld zal ruimen dan wel zal moeten fuseren. Een gebeurtenis als de kredietcrisis is dan ook een goede manier om de minder presterende bedrijven uit de markt te filteren. Ik voorzie dan ook een daling van het aantal spelers op de markt.

7.6 Global State (Dhr. Span- 29 maart 2010)

Global State belegt al bijna 10 jaar in ontwikkelingsprojecten in de Verenigde Staten en Oost Europa. Ooit begonnen in de VS zag het bedrijf al snel interessante mogelijkheden in Oost Europa en breidde zo haar portefeuille snel uit naar een belegd eigen vermogen van bijna €70 miljoen in 2008 (PropertyNL, 2009). Alf Span, hoofd verantwoordelijke voor de VS tak van Global State, verklaart: “In zowel de VS als Oost Europa krijgen ontwikkelaars vaak minder vanzelfsprekend financiering bij banken waardoor ze open staan voor het uitbreiden van de portefeuille via vreemd vermogen van beleggers. In Nederland gebeurt dit veel minder omdat er veel grote partijen actief zijn die veelal vaste financieringspartners hebben en daarom de projecten zelf willen ontwikkelen.”

Met haar producten biedt Global State haar beleggers rendementen op markante en gewaagde vastgoedprojecten. Het onlangs mislukken van het “Trump Towers” project in Virginia, waarbij circa \$18 miljoen van beleggers verloren ging, geeft aan in wat voor benarde situatie Global State zich momenteel bevindt.

Kredietcrisis

“Meer dan de helft van de cv’s van Global State zitten op het ogenblik helemaal vast, dan doel ik op die cv’s die zich richten op grondprojecten of op Amerikaanse koopappartementen. De kredietcrisis is nog steeds goed voelbaar”. “Omdat ontwikkelprojecten geen cashflows genereren zorgt dit ervoor dat er soms een uitzichtloze situatie wordt gecreëerd. Wanneer banken zich dan inflexibel opstellen en beleggers niet bij willen storten zullen we afscheid moeten nemen van het project”, aldus Span. In dit veelvuldig gebruik van vreemd vermogen bij de aanschaf van vastgoed schuilt een groot risico van het beleggen middels cv’s. Paragraaf 2.4 gaat hier verder op in.

Het omzetten van koopappartementen naar de huursector zou gezien de sterke vraag naar huurwoningen in de VS een mogelijkheid zijn om de situatie binnen een noodlijdende cv te verbeteren. Maar omdat dit de marktwaarde van het vastgoed verlaagt gaan banken hier vaak niet mee akkoord. “We merken dat banken op het ogenblik vaak een uiterst inflexibele houding hebben en liever het project zelf overnemen om het vervolgens in de toekomst voor zichzelf met een kleine winst te verkopen”. Dit is ook gebeurd bij het “Trump Towers” project waarbij ruim 250 beleggers hun inleg

kwijt raakten, het voorval werd dan ook breed uitgemeten in de landelijke pers. “Wat we nu al merken is dat een groep semi-professionele beleggers nog steeds geïnteresseerd is omdat zij het risico van een belegging kunnen doorgronden in tegenstelling tot de gemiddelde belegger van 2 jaar geleden. “Jan en alleman” zijn niet meer geïnteresseerd en Global State gaat zich nu meer richten op de meer professionele belegger”.

Verdienmodel

Span legt uit hoe ook het verdienmodel van Global State zou moeten kunnen draaien op de asset management fee. “Omdat onze projecten van redelijk korte duur zijn krijgen we die maar voor een beperkte periode. In tegenstelling tot aanbieders die in bestaand commercieel vastgoed beleggen die continue cashflows hebben en looptijden van 7 tot 10 jaar. De exit fee is verder niet van significant belang voor continuïteit van de organisatie. De enige manier om nu weer inkomsten te genereren is door het starten van nieuwe fondsen en zo opstart- en structureringsfees binnen te halen”.

Toch blijkt de beperkte looptijd van de asset management fee voor problemen te zorgen binnen het verdienmodel. Het niet afhankelijk zijn van de opstart - en exit fee is in tijden van crisis dan ook voorbarig.

Fusie

Global State is enige tijd op zoek geweest naar een fusiepartner maar tevergeefs. Door de vele projecten die geen enkele inkomst genereerden zag de aanbieder zich genooddaakt ruim de helft van het personeelsbestand te laten gaan. “Een fusie zou erg mooi zijn maar dan moet je als partners elkaar wel op een goede wijze kunnen aanvullen, helaas zijn we daarin niet geslaagd”. Span ziet wel in dat er meer van dit soort fusies in de markt zullen gaan plaatsvinden en dat veel kleine spelers al zijn verdwenen of binnenkort het veld zullen ruimen.

Toekomst

Span: “Ik denk dat de bodem op het ogenblik nog niet bereikt is. Er is afgelopen jaar nog veel nieuwe kantoorruimte bijgebouwd. Daarnaast zullen aflopende huurcontracten kunnen zorgen voor lagere huurprijzen. De correctie op kantoorwaarden is tot op heden tussen de 5 en 10% en ik denk dat het heel goed mogelijk is dat deze nog naar de 20% stijgt”.

Verdere consolidatie zal volgens Span zeker plaatsvinden binnen de markt voor vastgoed cv's en er zullen weinig spelers overblijven die zich richten op de VS en Oost Europa. Daarnaast zijn deze eigenlijk geen directe concurrenten van elkaar omdat deze zich allemaal op verschillende beleggers groepen richten.

Global State zal zich in de toekomst meer op verhuurd vastgoed gaan toelagen omdat dit meer cashflows genereert wat in deze tijden meer mogelijkheden biedt. Daarnaast zien we in de VS een mogelijkheid in het “multi-family” segment. Dit zijn huurappartementen met tevens retail functies. “In Amerika laten we de pure retail en kantoren markt nog even links liggen omdat op het ogenblik veel van deze projecten in de uitverkoop staan en de markt de prijzen omlaag drijft”. Wat Oost Europa betreft is het moeilijk om een specifieke groeimarkt te onderscheiden. Er zal dan ook een meer “opportunity gerichte” aanpak worden gehanteerd in deze landen. “We zullen ons dan ook meer toelagen op de VS dan op Oost Europa. Ook zijn we op het ogenblik aan het kijken of er nog andere landen interessant kunnen zijn. Zo is Vietnam hard aan de weg aan het timmeren en worden daar door de overheid gunstige omstandigheden geschapen om te investeren. Daarnaast kan Brazilië misschien mogelijkheden bieden. Wij merken dat sommige beleggers ook steeds meer een geografische spreiding in de portefeuille willen aanbrengen en daar liggen ook kansen voor Global State”. De inleg zal verhoogd worden zodat met een kleinere groep (semi-professionele) beleggers fondsen kunnen worden opgezet met voldoende financiële slagkracht.

7.7 Van Boom en Slettenhaar (Dhr van Maanen- 4 mei 2010)

Van Boom en Slettenhaar (B&S) is een emissiekantoor dat naast het aanbieden van vastgoed cv's ook is gespecialiseerd in vastgoedbeheer en ontwikkeling. Zij richt zich uitsluitend op Nederlands kantoorvastgoed. De ontwikkelingstak is een reactie op de groeiende vraag naar hoogwaardig kantoorvastgoed als beleggingsobject. In 2007, voor de kredietcrisis, heeft B&S al haar cv's kunnen verkopen waardoor een gemiddeld rendement is gerealiseerd van 13,9%. De vrijkomende kapitaalstroom leidde ertoe dat de fondsaanbieder met een open-end fonds op de markt kwam, B&S Vastgoed Nederland NV. Dit fonds omvatte circa 112 miljoen euro aan Nederlands kantoorvastgoed maar door de kredietcrisis is het fonds “op slot” gegaan om leegstroom en voorkomen.

Kredietcrisis

De gevolgen van de kredietcrisis zijn bij B&S ook goed merkbaar. “We hebben onze beleggingstak met 70% moeten laten inkrimpen, er zijn nu nog slechts drie werknemers” zegt de heer van Maanen. Op het ogenblik heeft het bedrijf geen lopende cv's en is het uitsluitend actief via het open-end fonds. “We zijn momenteel de mogelijkheden aan het verkennen om wellicht in 2010 een nieuwe cv op te starten. We merken dat steeds meer beleggers weer mogelijkheden zien en welwillend tegenover nieuwe initiatieven staan.” Een probleem waar B&S net als veel andere aanbieders mee wordt geconfronteerd is de moeilijkheid waarmee banken bereid zijn om te financieren. Van Maanen: “Bij het opstarten van onze voorgaande cv's probeerden we een zo hoog mogelijk aandeel vreemd vermogen aan te trekken, 90% was niet uitzonderlijk. Nu is dat ondenkbaar en daarbij komt dat banken niet meer bereid zijn de kosten koper voor hun rekening te nemen, wat als snel een aantal procenten scheelt. Hierdoor is het aantrekken van 60% vreemd vermogen op het ogenblik al erg

lastig”. Sinds 2007 hebben wij geen nieuwe cv’s opgestart, wat ons geen inkomsten op dat gebied heeft opgeleverd. Alle inkomsten komen op het ogenblik uit onze beheertak en B&S Vastgoed Nederland NV. B&S heeft een fusie met een andere speler nooit overwogen.

Verdienmodel

Het verdienmodel van B&S stelt de organisatie in staat om nu uitsluitend op de beheertak te blijven draaien. Zonder deze tak zou B&S geen inkomsten genereren. Van Maanen: “Iedereen raakte door de jaren heen gewend aan het binnenhalen van alle drie de fees, dit was geen gezonde situatie. De crisis heeft ons gedwongen in te krimpen maar op de asset management fee kunnen we onze organisatie draaiende houden”.

Toekomst

Van Maanen voorspelt een kleine daling van de waarde van kantoorvastgoed in 2010. “De huurmarkt heeft zijn diepste dal denk ik al bereikt maar een daling van 1% à 2 % zit er nog wel in”. Langzaam zal het aantal nieuwe cv’s groeien, daarnaast zal een kleine groep (bekende) beleggers worden benaderd en zullen de participaties worden verhoogd, zodat de slagvaardigheid van het fonds groter is. We zullen ons blijven toeleggen op Nederlands kantoorvastgoed, “wat betreft de cv markt denk ik dat er nog veel spelers de markt zullen gaan verlaten.”

7.8 Conclusies

Het leeuwendeel van de Nederlandse vastgoed cv aanbieders belegt in verhuurd (Nederlands) kantoor vastgoed. Van de besproken case studies richten vijf zich op Nederlands kantoorvastgoed.

Dit hoofdstuk heeft getracht meer inzicht te geven in de effecten die de kredietcrisis heeft gehad op bedrijfsniveau van de fondsaanbieders. Er is gekeken naar de huidige situatie waarin de bedrijven zich bevinden, de gehanteerde verdienmodellen, strategieën en hun visie op de toekomst. De daling van het aantal nieuw aangeboden cv’s en het lagere rendement van onlangs afgeronde cv’s is te wijten aan het huidige economische klimaat. Deze leidt tot minder interessante beleggingsmogelijkheden en een daling van de vraag naar vastgoedbeleggingen door beleggers. Vaak worden de looptijden van fondsen verlengd of lopen fondsen zelfs helemaal vast, wat vaak het geval is bij ontwikkelingsprojecten.

Samenvattend kunnen we stellen dat het restrictievere kredietbeleid van banken van grote invloed is geweest op het presteren van Nederlandse vastgoed cv’s ten tijde van en na de crisis. Deze invloed is zowel direct als indirect. We zullen nader ingaan op de gevolgen hiervan.

Ten eerste is door het restrictievere kredietbeleid het aantal nieuw op te starten cv’s sterk teruggelopen. In de regel werd 60% tot 90% van de cv gefinancierd met geleend geld van de bank. Het aan te kopen vastgoed fungeerde hiervoor als onderpand. Sinds medio 2008 is het een stuk moeilijker

geworden voor cv's om financiering bij banken te krijgen waardoor veel nieuwe projecten niet van de grond komen, en er sprake is van opdroging binnen de markt. (Reyersen van Buuren, 2008). Als er wel een krediet wordt verstrekt, gebeurt dit tegen hogere kosten waardoor het rendement van de cv in het geding komt. Alle geïnterviewde partijen onderkennen dat de hoogte van bankfinanciering is afgenomen met een percentage van 10 tot 20%. Homburg Capital is alternatieve mogelijkheden aan het onderzoeken om meer financiering te kunnen aantrekken.

Voor cv's die al zijn opgestart is er vaak geen hogere rente omdat deze vaak is vastgezet voor de gehele levensduur van de cv. Ondanks dit zijn sommige toch in de problemen gekomen door oplopende leegstand binnen de portefeuille. Bij gebruik van aanzienlijke aandelen vreemd vermogen kunnen deze dalende rendementen uiterst negatieve gevolgen hebben voor het rendement van een cv. In het geval van Hanzevast zijn de gevolgen voor een aantal lopende cv's aanzienlijk omdat de bank een fusie van de cv's eist in ruil voor verlenging van de financiering.

Ten tweede is de waarde van veel commercieel onroerend goed afgenomen. Zoals besproken in het voorgaande hoofdstuk is als gevolg van minder financiering het aantal transacties sterk afgenomen en is de waarde van kantoorvastgoed gedaald. Vastgoedadviseurs constateerden in 2008 een waardedaling van 5% tot 15% binnen de Nederlandse kantorenmarkt. (Holland Immo Group, 2008) Dit drukt natuurlijk op het te realiseren rendement van de cv wanneer deze wordt afgesloten. Uit de cases studies komt naar voren dat een deel van de cv's op het ogenblik wacht met verkoop om zo lage rendementen te voorkomen. Echter dit betekent ook dat de cv aanbieder zal moeten wachten op een deel van zijn inkomsten. Fondsen die beleggen in verhuurd bedrijfsmatig vastgoed kunnen op deze manier alsnog cashflows genereren en inkomsten in de vorm van asset management fees opstrijken. In het geval van ontwikkel cv's is de asset management fee vaak al uitgekeerd en zolang er geen mogelijkheden zijn om het project te verkopen zijn er geen cashflows en daaruit voortvloeiende inkomsten voor de beheerder.

Ook laten de case studies zien dat het toegenomen leegstandsrisico en de kans op huurprijsverlagingen drukt op het direct rendement van cv's wat haaks staat op de cijfers van de ROZ/IPD index. Dit verschil kan verklaard worden doordat de ROZ/IPD index uitsluitend is gebaseerd op kantoorvastgoed uit het topsegment en veel vastgoed binnen cv's zich in lagere segmenten bevindt. Een andere verklaring kan zijn dat in de ROZ/IPD berekening van het direct rendement deze afhankelijk is van het indirect rendement. Wanneer indirect rendement daalt, wordt de noemer kleiner waardoor direct rendement automatisch groeit. Wanneer indirect rendement onveranderd is duidt dit ook op een daling van de huurprijs. Zowel Annexum als B&S hebben een bezettingsgraad die ver boven het marktgemiddelde ligt maar er zijn ook fondsen zoals Hanzevast die met een leegstand van 35% kampen. Daarbij komt dat wanneer contracten aflopen de huren wel eens een stuk lager zouden kunnen komen te liggen.

Om inkomsten te blijven genereren en de organisatie draaiende te kunnen houden moeten fondsaanbieders ook nieuwe cv's lanceren. Het oprichten van een vastgoed cv staat of valt bij het succes van het aantrekken van financiering bij bank en beleggers. De case studies tonen aan dat banken minder snel bereid zijn om mee te werken aan een project en dat percentages vreemd vermogen gedaald zijn. Daarnaast hebben veel vermogende beleggers aanzienlijke financiële schade geleden. De schrik zit er goed in en dit zorgt dat beleggers erg terughoudend zijn geworden met beleggen en dus is de vraag naar vastgoedbeleggingen afgenomen. Kortom, de aanbieders van veel cv's kunnen niet meer genoeg eigen vermogen aantrekken om projecten van de grond te krijgen. Dat in combinatie met een groter aandeel eigen vermogen in vergelijking met de situatie voor de crisis, bemoeilijkt de situatie nog verder. Global State en B&S geven aan zich toe te leggen op semi-professionele beleggers omdat deze in tegenstelling tot particuliere beleggers nog steeds interesse tonen in vastgoedbeleggingen. Global State verklaart dat dit komt door de kennis asymmetrie die in de branche is ontstaan tussen aanbieder en de (particuliere) belegger.

In 2008 liep het aantal nieuwe fondsen voor het eerst terug na een constante groeiperiode van 8 jaar. In 2007 werden 123 nieuwe fondsen opgezet terwijl dit aantal in 2008 slechts 101 bedroeg. De totale waarde bedroeg in 2008 674 miljoen euro in tegenstelling tot 900 miljoen euro in 2007 (PropertyNL, 2009). Daarmee is een terugval naar het niveau van 2005 een feit. De kanttekening die hier gemaakt dient te worden is dat vrijwel alle fondsen gelanceerd zijn voordat er officieel sprake was van een crisis. Voorbeelden van geslaagde emissies na oktober 2008 zijn er vrijwel niet. Sinds het eerste kwartaal van 2009 hebben er weer enkele succesvolle emissies plaatsgevonden.

Een van de oorzaken die vaak wordt aangedragen om de financiële problemen waarin veel fondsaanbieders zich bevinden te verklaren is het gebruikte verdienmodel (PropertyNL, 2009). Dit model illustreert op welke momenten een aanbieder inkomsten genereert bij een vastgoed cv. Deze bestaan uit de opstart fee, hieronder vallen de emissiekosten en structureringskosten, de asset management fee, voor vergoeding van de kosten die gemaakt worden tijdens de looptijd van de belegging, en tot slot de exit fee (circa 15-20%), die gerealiseerd wordt bij de verkoop. Er worden verschillende verhoudingen tussen deze drie fees gehanteerd. En daarmee wordt meteen duidelijk wat de gevolgen kunnen zijn voor de verschillende soorten aanbieders.

Omdat er op het moment weinig emissies zijn valt de opstart fee praktisch weg. De financiële gevolgen van de kredietcrisis maken het opstarten van nieuwe fondsen moeilijk wat in het geval bij Aefides zelfs heeft geleid tot een faillissement. Veel fondsen kunnen het nog uitzingen door het realiseren van de asset management fee door de looptijd van projecten te verlengen in samenspraak met de beleggers. Hierdoor wordt het behalen van de exit fee echter wel vooruit geschoven. Voor lange tijd zagen veel aanbieders het opstrijken van alle drie de fees als vanzelfsprekend. Zowel Annexum als B&S lichtte toe dat hun verdienmodel zo is ingericht dat de asset management fee

kostendekkend moet zijn. Bij Aefides lag de nadruk binnen het model echter te veel op de opstart en exit fee. Het realiseren van constante inkomsten is ook een groot probleem onder de aanbieders van ontwikkelprojecten aangezien zij het grootste deel van de winst realiseren bij de verkoop van het afgeronde project en er geen enkele cashflow uit een stilliggend project komt. Zo geeft Global State aan dat door het tekort aan inkomsten sommige projecten gedwongen geliquideerd worden waardoor beleggers hun gehele inleg kwijtraken. Het is dan ook niet verwonderlijk dat vooral deze cv aanbieders door zwaar weer gaan en moeten bezuinigen door middel van het laten afvloeien van personeel en het terugdringen van promotie en marketing uitgaven.

De crisis heeft er bij veel bedrijven toe geleid dat de bedrijfsstrategie zal veranderen om zo het hoofd te bieden aan de veranderde economische situatie. Annexum en Global State geven aan aanpassingen te hebben gemaakt in hun productenaanbod of zijn van plan dat te gaan doen. Annexum wil haar marktaandeel vergroten door ook producten te ontwikkelen die zich op de woningmarkt richten en Global State zal zich naast ontwikkeling gaan toeleggen op gebouwd vastgoed. Op deze manier proberen zij een bredere groep beleggers te interesseren en een constantere inkomensstroom te generen. Homburg Capital is een samenwerkingsverband met Holland Immo Group aangegaan om zo een nieuwe markt te betreden en een bredere groep beleggers te bereiken. Hanzevast heeft ook besloten om naast Nederland actief beleggingen in Duits kantoorvastgoed aan te gaan bieden.

Tenslotte zijn alle geïnterviewde bedrijven het eens over het feit dat de markt zal consolideren. Zo is Annexum gefuseerd met Bakkenist en Emmens en had Global State de intentie om te fuseren. Zij voorzien dat veel kleinere spelers de markt zullen gaan verlaten waardoor er een kleiner aantal grotere spelers zal overblijven. PropertyNL heeft in haar meest recente marktonderzoek slechts een lijst met veertig cv aanbieders gepubliceerd die gezamenlijk 85% van de markt vertegenwoordigen. In de jaren daarvoor lag het aantal aanbieders in Nederland nog rond de tachtig. Dit in combinatie met het nauwelijks veranderde totaal belegd vermogen binnen de markt (tabel 1) wijst op consolidatie.

Tabel 11: Resultaten case studies

	Homburg Capital (HC)	Holland Immo Group (HIG)	Hanzevast	Aefides	Annexum	Global State	Boom en Slettenhaar
Markt	Vooral Canadees en Oost Europees kantoor- en winkelvastgoed. Sinds kort ook actief in Duitsland.	Nederlands woon- en winkelvastgoed. Sinds kort ook actief in Duitsland.	Nederlands kantoorvastgoed. Sinds kort ook actief in Duitsland	Failliet. Voorheen in kantoren, winkels en bedrijfsruimten.	Nederlands kantoor- en winkelvastgoed. Sinds kort ook woningmarkt en hotels.	Ontwikkelingsprojecten gericht op Amerikaanse en Oost Europees woning en winkelvastgoed.	Nederlands kantoorvastgoed.
Fusie	Nee	Nee	Fusie van negen cv's	Nee	Ja, met Bakkenist en Emmens.	Nee, echter wel intentie gehad.	Nee
Verdienmodel	Onbekend	Onbekend	Onbekend	Accent op opstart en exit fee.	Asset management fee moet kostendekkend zijn.	Asset management fee moet kostendekkend zijn. Maar is beperkt door aard beleggingen. Ook erg afhankelijk van opstart en exit fee.	Asset management fee moet kostendekkend zijn. Momenteel draait organisatie uitsluitend op beheer tak.
Maatregelen als gevolg kredietcrisis	Homburg Invest afgestoten. Kleine reorganisatie gericht op het verkleinen van de sales afdeling. Gezamenlijke cv met HIG die zich richt op Duits winkelvastgoed. Door deze samenwerking kan een grotere groep beleggers worden bereikt.	Gezamenlijke cv met HC die zich richt op Duits winkelvastgoed. Door deze samenwerking kan een grotere groep beleggers worden bereikt.	Gedwongen fusie 9 cv's in verband met verlenging bank financiering.	Cv's bij een andere beheerder ondergebracht om continuïteit te waarborgen.	Looptijd van cv's wordt verlengd.	Personeelsbestand van beleggingstak is gehalveerd.	Personeelsbestand beleggingstak met 70% laten inkrimpen.

	Homburg Capital (HC)	Holland Immo Group (HIG)	Hanzevast	Aefides	Annexum	Global State	Boom en Slettenhaar
Perspectief toekomst markt	Mogelijkheden tot verkrijgen bankfinancieringen zullen in het vervolg minder worden. Bedrijven zullen alternatieven moeten bedenken.	Object specifieke kenmerken zullen weer bepalend worden voor waarde van vastgoed. Kantoorvastgoed zal komende tijd gekenmerkt worden door incentives en huurprijs verlagingen. Discount segment Duits winkelvastgoed biedt interessante mogelijkheden.	Nederland minder interessant. Vooral mogelijkheden in Duitsland.		Er zal consolidatie binnen de markt optreden.	Huurprijzen binnen de markt zullen nog dalen. Verder zal het aantal spelers op de cv markt dalen. Ook het aantal bedrijven dat zich richt op VS en Oost Europa zal afnemen.	Prijzdalingen van kantoormarkt zal in 2010 aanhouden. Verdere consolidatie binnen cv markt zal ook in 2010 aanhouden.
Strategie toekomst	Richten op bredere groep beleggers en beleggingen in Duitsland.	Richten op bredere groep beleggers en beleggingen in Duitsland.	Er zijn mogelijkheden in kantoorvastgoed in Duitsland. Door de lage huren is er veel opwaarts potentieel binnen deze markt.		Richten op nieuwe vastgoedmarkten met een breder assortiment beleggingsproducten.	Ook richten op verhuurd kantoorvastgoed om stabiele cashflow te generen. Ook meer 'multi-family' projecten ontwikkelen. Daarnaast nieuwe geografische markten verkennen en richten op (semi) professionele belegger.	Opstarten van een klein fonds en richten op (semi) professionele belegger

8 CONCLUSIES

Dit hoofdstuk zal de onderzoeksvraag die in hoofdstuk 1 is gesteld beantwoorden:

Hoe ziet de toekomst voor Nederlandse vastgoed cv's eruit?

Eerst zullen de bijbehorende deelvragen worden beantwoord met de verkregen informatie die in de loop van dit onderzoek is opgedaan.

In welke mate heeft de kredietcrisis invloed gehad op de Nederlandse markt voor kantoorvastgoed?

De kredietcrisis heeft negatieve gevolgen gehad voor de Nederlandse economie. Dit is onder andere op te maken uit het BBP dat in het eerste- en tweede kwartaal van 2009 is gedaald met respectievelijk 4,5% en 5,4%. De openheid en de hoge graad van verwevenheid van de Nederlandse economie met die van andere landen heeft hier aan bijgedragen. De gevolgen van deze economische malaise voor de kantorenmarkt zijn groot. Meer dan 60% van de Nederlandse cv aanbieders is actief op de Nederlandse kantorenmarkt, en dat maakt de kantorenmarkt tot een relevant onderzoeksgebied. We kunnen hierin een onderscheid maken tussen de huurmarkt en de beleggersmarkt.

Binnen de huurmarkt zien we toegenomen leegstand. De leegstand is in 2009 opgelopen tot 13,3%. Opvallend is dat de huurprijzen wel praktisch gelijk zijn gebleven sinds het ontstaan van de kredietcrisis in 2008. Binnen de beleggersmarkt zijn interessante veranderingen waar te nemen. Het restrictieve kredietbeleid heeft gezorgd dat financieringskosten van vastgoed zijn gegroeid. Hierdoor dwingen beleggers een hogere risicopremie af wat bij gelijke huurinkomsten tot uiting komt in een lagere waarde van kantoren binnen de beleggersmarkt. Het restrictieve kredietbeleid dat wordt gevoerd heeft ervoor gezorgd dat het aantal transacties binnen de beleggingsmarkt sterk is afgenomen. Samengaan met het restrictieve kredietbeleid is het profiel van de belegger hierdoor eveneens veranderd van "leveraged buyer" naar "equity buyer". De waarde van kantoorvastgoed is binnen de beleggersmarkt gedaald. Deze conclusie wordt bevestigd door de geïnterviewde partijen die in hoofdstuk 7 aan bod zijn gekomen. Tevens laat de ROZ/IPD vastgoedindex zien dat het indirect rendement sinds 2008 sterk is gedaald, terwijl huurprijzen redelijk constant zijn gebleven.

Hoe komt de invloed van de kredietcrisis tot uiting binnen het vierkwadrantenmodel? Zowel op de korte- als de lange termijn.

Het vierkwadrantenmodel stelt ons in staat om te kijken naar de Nederlandse kantorenmarkt en neemt hiervoor als vertrekpunt de huurmarkt. Doordat het model ook de beleggingsmarkt, bouwmarkt en

voorraadmarkt behandelt, kunnen we inzicht krijgen in de gevolgen voor deze markten. Aan de hand van het theoretisch onderzoek kunnen we de volgende voorspellingen doen:

Op de *korte termijn* zullen de (huur)prijzen van kantoorvastgoed niet aansluiten op de afnemende vraag. Dit komt door een gebrek aan transparantie binnen de markt en de inelastische reactie op de vraag, de zogenaamde varkenscyclus. Bij een daling van de vraag zal aanvankelijk het huurprijsniveau gelijk blijven waardoor de waarde van vastgoed onveranderd zal blijven. Hierdoor zal de bouwproductie op zijn beurt onveranderd blijven en zal de voorraad groeien wat de prijzen op de huurmarkt op den duur verder naar beneden zal doen drijven.

Op de *lange termijn* zal een daling van de vraag naar kantooroppervlak leiden tot een daling van de huurprijs, de waarde van kantoorpanden, van de bouwproductie, en uiteindelijk van de totale voorraad van verhuurbaar kantooroppervlak.

Belangrijke kanttekening is dat bovengenoemde conclusies uitgaan van de gevolgen van macro economische ontwikkelingen binnen de huurmarkt en niet kijken naar de financiële gevolgen van de kredietcrisis.

Hoe sluit de huidige praktijksituatie aan op de bevindingen van het model?

Een vergelijking tussen het empirisch onderzoek en de theoretische voorspellingen uit het vierkwadrantenmodel laat verschillen zien.

De huidige praktijksituatie voldoet niet aan het geschetste korte en lange termijn scenario binnen het vierkwadrantenmodel. Het korte termijn scenario bestaat uit het niet op elkaar aansluiten van vraag en aanbod en onveranderde waarden binnen de beleggingsmarkt en bouwmarkt. In de praktijk sluiten vraag en aanbod inderdaad niet op elkaar wat tot uiting komt doordat de huurprijs (eerste kwadrant) van kantoorruimte in zowel 2008 als 2009 onveranderd is terwijl de leegstand groeit. Dat huurprijzen onveranderd zijn kan verklaard worden door lopende huurcontracten of simpelweg gebrek aan transparantie binnen de huurmarkt. Door het verstrekken van incentives kan het lijken alsof de huurprijs stabiel is maar in werkelijkheid is deze eigenlijk gedaald.

Maar wat opvallend is dat zowel de waarden van kantoren als de nieuwbouw van kantoren tegelijkertijd wel sterk gedaald zijn wat in strijd is met wat het vierkwadrantenmodel voorspelt. Op de lange termijn voorspelt het model dat de waarden van kantoorvastgoed binnen de beleggingsmarkt (tweede kwadrant) verder zal afnemen net als de nieuwbouw als gevolg van dalende huurprijzen. Ook dit sluit niet aan op de praktijksituatie waarin de huren nog onveranderd zijn.

Geeft het korte- en lange termijn vermogen van het model ons de mogelijkheid om voorspellingen te doen aangaande toekomstige ontwikkelingen binnen de Nederlandse kantoormarkt en daarmee het presteren van Nederlandse vastgoed cv's?

Gezien de unieke kenmerken van de kredietcrisis stelt het vierkwadrantenmodel ons niet in staat om volledige voorspellingen te doen over de toekomstige ontwikkelingen binnen de kantoormarkt en daarmee het presteren van Nederlandse vastgoed cv's. Dit komt omdat deze zich kenmerkt door een conjuncturele afkoeling in combinatie met een crisis op de financiële markten. Doordat het model het belang van financiering binnen de vastgoedmarkten niet in ogenschouw neemt slaagt het er niet in om de grote financiële consequenties van de kredietcrisis te modelleren.

Het vierkwadrantenmodel voorspelt geen waardedaling op de korte termijn door een cineastische reactie op de vraag binnen de huurmarkt. In de praktijk zijn de prijzen van kantoorvastgoed echter wel gedaald op de korte termijn. De daling in prijzen van kantoren vlak na het ontstaan van de kredietcrisis in 2008 is niet te verklaren door de dalende vraag binnen de huurmarkt. Huurprijzen zijn immers onveranderd gebleven als gevolg van lopende contracten en gebrek aan transparantie binnen de markt. Het empirisch onderzoek heeft aangetoond dat de prijsdaling van kantoorvastgoed in 2008 is toe te schrijven aan het restrictieve kredietbeleid dat door banken wordt gehanteerd. De kosten voor financiering zijn verhoogd waardoor binnen de beleggersmarkt een verhoogde risicopremie wordt verlangd. Aangezien huren gelijk zijn gebleven komt dit tot uiting in een verlaagde waarde van kantoren. Aannemelijk is dat dit restrictief kredietbeleid ook verantwoordelijk is voor het sterk teruggelopen aantal transacties binnen de beleggingsmarkt.

Kortom, de financiële gevolgen van de kredietcrisis hebben ertoe geleid dat de waardedaling van kantoren hun oorsprong hebben gevonden binnen de beleggingsmarkt en niet binnen de huurmarkt. Dit is in strijd met het vierkwadrantenmodel dat de huurmarkt altijd als vertrekpunt neemt in geval van een crisis. Om deze reden is het voorspelbaar vermogen van het vierkwadrantenmodel beperkt waardoor deze in het geval van de kredietcrisis niet altijd opgaan.

We voorzien aan de hand van het vierkwadrantenmodel wel verdere dalingen in 2010 en 2011 aangezien de kantoorvoorraad een lichte groei vertoont terwijl de vraag uit de huurmarkt nog steeds afneemt en huurprijzen hier nog niet op hebben gereageerd. De dalende vraag vanuit de huurmarkt zal dus een versterkt negatief effect hebben op de waarden en hoeveelheid nieuwbouw van kantoren. Hoe de vraag vanuit de beleggersmarkt zich zal ontwikkelen is ook nog onzeker en in grote mate afhankelijk van het toekomstige kredietbeleid van banken. Op de lange termijn zal de markt volgens het model een evenwicht vertonen alvorens de cyclus zich zal herhalen.

Hoe hebben deze ontwikkelingen invloed op het toekomstig functioneren van de vastgoed cv's en hoe gaan deze daarmee om?

Meer dan 60% van de Nederlandse cv's belegt in Nederlands verhuurd kantoorvastgoed. De dalende waarden binnen de beleggingsmarkt in combinatie met de aangescherpte financiële voorwaarden van banken hebben een grote impact voor alle fondsaanbieders en cv's. Onder de geïnterviewde cv aanbieders kwamen een aantal punten duidelijk naar voren als gevolg van de kredietcrisis.

De grootste impact van de kredietcrisis zijn de financiële gevolgen in de vorm van het restrictieve kredietbeleid waar de cv's mee te maken hebben gekregen.

Ten eerste heeft dit kredietbeleid ervoor gezorgd dat financiering van nieuwe fondsen moeilijk is geworden. Banken zijn bereid minder te financieren en hanteren hogere kosten. Hierdoor is het voor cv aanbieders praktisch onmogelijk geworden om nieuwe fondsen op te starten. De marges tussen de financieringskosten en te behalen yields op vastgoed zijn soms nog steeds aantrekkelijk maar ook de beleggers zijn een stuk terughoudender geworden.

Ten tweede hebben de verhoogde financieringskosten van banken er ook toe geleid dat de waarden van kantoren zijn gedaald. Dit komt doordat er hogere risicopremies binnen de beleggersmarkt worden verlangd en huurinkomsten onveranderd zijn gebleven. Veel lopende cv aanbieders verlengen hierom de looptijd van hun cv's in plaats van over te gaan tot verkoop met verlies.

Alle drie geïnterviewde bedrijven hebben te kampen met lagere rendementen in hun lopende cv's als gevolg van de kredietcrisis. Deze kunnen in het geval van verhuurd kantoorvastgoed verklaard worden door leegstand. Cv's die zich richten op ontwikkelprojecten zijn vaak helemaal stil komen te liggen omdat het project onverkoopbaar is of uitsluitend tegen een onaantrekkelijk lage prijs. Bij oplopende rentekosten kan het project noodgedwongen worden verkocht. Dit geeft meteen het financieringsrisico weer wat het financieren van vastgoed met grote aandelen vreemd vermogen kan veroorzaken.

De crisis zorgt ervoor dat het verdienmodel onder druk komt te staan doordat de gebruikelijke drie fees niet kunnen worden gerealiseerd binnen de geplande termijn. Doordat banken moeilijk financieren is het praktisch onmogelijk om nieuwe fondsen op te starten, waardoor de opstart fee niet kan worden behaald. Cv aanbieders van verhuurd vastgoed kunnen met behulp van de asset management fee verzekerd zijn van inkomsten. Dit gaat echter niet op voor cv aanbieders die in ontwikkelingsprojecten beleggen aangezien hier de asset management fee slechts een beperkte looptijd heeft. Door gedaalde waarde van de kantoren binnen de beleggersmarkt wordt vaak gekozen om de verkoop uit te stellen waardoor de exit fee vooruit wordt geschoven.

Als gevolg van de impact van de kredietcrisis voorzien bedrijven ingrijpende veranderingen binnen de Nederlandse vastgoed cv markt. Twee van de geïnterviewde bedrijven hadden de intentie te fuseren, waarvan dit bij één partij met succes is gelukt. Genoemde reden hiervoor is het uitbreiden van het producten aanbod en om een grotere groep beleggers te bedienen en een constantere inkomensstroom te genereren. De markt telde in 2008 circa tachtig aanbieders maar gezien de problemen waarin veel aanbieders zich bevinden is het te verwachten dat dit aantal zal teruglopen en dat voornamelijk kleinere spelers de markt zullen moeten verlaten. Ondanks het naar verwachting teruggelopen aantal aanbieders is het totaal belegd vermogen binnen de markt praktisch onveranderd gebleven. Als gevolg van consolidatie zullen minder markt spelers een groter aandeel van de markt gaan opeisen.

Hoe ziet de toekomst voor Nederlandse vastgoed cv's eruit?

Om terug te komen op de onderzoeksvraag kunnen we stellen:

- Dat de financiële consequenties van de kredietcrisis grote gevolgen hebben gehad voor Nederlandse vastgoed cv's.
Ten eerste is het aanzienlijk moeilijker geworden om financiering bij banken te krijgen als gevolg van het strengere kredietbeleid. Wanneer banken willen financieren doen ze dit tegen hogere kosten.
Ten tweede zijn als gevolg van dit beleid de marges tussen de financieringskosten en de te behalen yields op vastgoed kleiner geworden. Kortom, de risico's van beleggen in vastgoed zijn gegroeid waardoor lagere waarden van kantoren binnen de beleggersmarkt niet konden uitblijven. De cv's als typische "leveraged buyer" ondervinden problemen op al deze vlakken.
- Uit de case studies blijkt dat Nederlandse cv's minder rendement behalen en dat de inkomsten sterk zijn teruggelopen. Dit is terug te zien in een daling van zowel het direct rendement, in de vorm van toegenomen leegstand, als het indirect rendement. Het dalende direct rendement komt overeen met de toegenomen leegstand. Dit komt niet overeen met de bevindingen van ROZ/IPD (tabel 6), die een onveranderd direct rendement noteert. Een aannemelijke verklaring hiervoor is dat ROZ/IPD is gebaseerd op de portefeuilles van institutionele beleggers die veelal kantoren uit het topsegment bevatten. Cv's richten zich meestal op vastgoed in lagere segmenten, dat meer leegstandsgevoelig is.
- Het financieringsrisico wat gepaard gaat met het gebruik van vreemd vermogen bij de aankoop van vastgoed is in tijden van crisis goed zichtbaar. Bij het teruglopen van direct rendement komt het algemene rendement van de cv in gevaar. Bij ontwikkelingsprojecten kan dit zelfs leiden tot een door de bank geforceerde verkoop van het onderliggende vastgoed of project zoals bij Global State.

- De financiële crisis heeft laten zien hoe het verdienmodel van cv's kwetsbaar is geworden tijdens de kredietcrisis. De drie fees die normaal gesproken worden gerealiseerd worden opgeschoven of komen helemaal te vervallen. Opstart fees worden niet gerealiseerd als gevolg van geringe interesse van beleggers en het aangescherpte kredietbeleid van banken. De asset management fee wordt bij beleggers in verhuurd vastgoed wel gerealiseerd maar deze vertegenwoordigt slechts een klein aandeel binnen het verdienmodel. De exit fee wordt veelal opgeschoven omdat looptijden van cv's worden verlengd. De mate waarin het door het bedrijf gehanteerde verdienmodel met deze drie fees omgaat waarborgt dan ook veelal de continuïteit van de organisatie.
- Ook bij nadere bestudering van de kredietcrisis met gebruik van het vierkwadrantenmodel komt duidelijk naar voren hoe enorm de financiële gevolgen van deze crisis zijn op het presteren van Nederlandse cv's. Omdat het model zich richt op conjuncturele afkoeling en de huurmarkt, slaagt deze er niet in de gevolgen van de kredietcrisis volledig weer te geven en is het voorspellend vermogen beperkt. De kredietcrisis heeft namelijk een tweeledig karakter bestaande uit conjuncturele afkoeling in combinatie met een financiële crisis.
Het model gaat op de korte termijn nog niet uit van waardedalingen van kantoren omdat huurniveaus onveranderd blijven op de korte termijn als gevolg van een inelastische reactie op de vraag. De praktijk laat inderdaad zien dat vraag binnen de huurmarkt is afgenomen en dat huurprijzen onveranderd zijn. Maar in tegenstelling tot het model vertoont de praktijk op de korte termijn al een daling in de waarden van kantoren. Daarnaast is de bouw ook sterk afgenomen, wat ook niet overeenkomt met de voorspellingen van het model. Verklaring hiervoor is dat onmiddellijk na het ontstaan van de crisis in 2008 de kosten van financiering zijn opgelopen waardoor waarden binnen de beleggersmarkt daalden. Het vierkwadrantenmodel houdt hier geen rekening mee want deze neemt de huurmarkt als vertrekpunt. Wat wel te verwachten is dat de huurprijzen alsnog zullen reageren op de gedaalde vraag waardoor dit een versterkt effect zal hebben op de waarde van kantoren in 2010 en 2011. De tijd zal dit uitwijzen en verder onderzoek is hiervoor een vereiste.
- Als gevolg van de teruggelopen inkomsten zijn veel aanbieders genoodzaakt af te slanken. Bij bijna alle geïnterviewde bedrijven is de organisatie gekrompen om zo het tekort aan inkomsten op te vangen.
- Cv aanbieders zijn actief aan het kijken welke mogelijkheden er zijn om in de toekomst een stabielere inkomensstroom te generen door uitbreiding van beleggingsproducten die zich richten op andere vastgoedmarkten. Een fusie met een andere marktpartij is in dit geval een mogelijkheid om deze doelstelling te bereiken zoals is gebeurd bij Annexum. Ook samenwerkingsverbanden tussen verschillende aanbieders worden aangegaan om zo een bredere groep beleggers te bereiken.

- Een andere opvallende waarneming is dat toekomstige cv's zich meer zullen toeleggen op de (semi) professionele belegger en dat de inleg veelal hoger wordt zodat de cv haar slagvaardigheid kan behouden.
- Het is aannemelijk dat veel kleinere spelers door het gebrek aan inkomsten het veld zullen moeten ruimen en de markt zal in de toekomst hoogstwaarschijnlijkheid verder consolideren. Het totaal belegd vermogen binnen de markt is onveranderd gebleven wat duidt op minder actieve aanbieders die een groter marktaandeel vertegenwoordigen.

9 INTERVIEWS

In verband met het schrijven van mijn afstudeerscriptie Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen zou ik graag een interview met u hebben om een beter beeld te krijgen van de situatie binnen de Nederlandse markt voor vastgoed cv's. De titel van mijn scriptie luidt dan ook:

“Een blik op de toekomst van de markt voor Nederlandse vastgoed cv's”

Omdat deze markt de afgelopen decennia een enorme groei heeft doorgemaakt lijkt het mij interessant om de invloed van de kredietcrisis op deze markt te bestuderen. Mijn onderzoek richt er zich op om aan de hand van een model theoretische voorspellingen te doen en de uitkomsten daarvan te vergelijken met de situatie in de praktijk.

Daarom zou ik graag willen weten hoe uw bedrijf in deze turbulente tijden de crisis het hoofd biedt en wat uw visie is op de toekomst.

Het interview zal niet meer dan een uur in beslag nemen en hierbij stuur ik u de vragen. Bij voorbaat dank voor uw medewerking.

9.1 Interview met Dhr. Boissevain – CEO Annexum - 15 maart 2010

1. Zou u iets kunnen vertellen over het soort projecten waar Annexum in belegt.

Annexum biedt een breed scala aan beleggingsproducten aan. Zoals vastgoed cv's, maatschappen, retail certificaten en participaties in micro financieringen. Voorheen vertegenwoordigde bedrijfsmatig onroerend goed circa 60% van de portefeuille. Door uitbreiding van het aantal producten die zich ook op ander vastgoed richten is dat momenteel circa 35%.

2. Annexum houdt zich vooral bezig met projecten in Nederland en Duitsland, hoe is uw bedrijf tot deze keuze gekomen?

In retail onroerend goed is Annexum actief in zowel Nederland als Duitsland. Annexum is alleen actief op de Nederlandse kantoren markt. Dit komt omdat in de retail markt minder spelers actief zijn in vergelijking met de kantorenmarkt. Bedrijven als bijvoorbeeld Lidl en Aldi zijn in beide landen actief en de markten in beide landen lijken dan ook erg op elkaar. Eigendom en gebruik binnen de kantorenmarkt is veel meer versplinterd en daarom kiest Annexum ervoor om zich uitsluitend te beperken tot de Nederlandse markt.

3. Wat zijn de gevolgen van de kredietcrisis voor de beleggingen in beide regio's?

De gevolgen zijn veelal hetzelfde. Wellicht kunnen we stellen dat de situatie in Nederland iets slechter is omdat het aantal banken minder is dan in Duitsland. Het kan in Duitsland makkelijker zijn om

financiering te krijgen. De banken zijn natuurlijk in grote mate de oorzaak van de problemen binnen de vastgoed markten.

4. Wat waren zoal de beoogde rendementen van uw cv's voor de kredietcrisis? In welke mate zijn de rendementen beïnvloed door de kredietcrisis?

De kredietcrisis heeft geleid tot hogere leegstand bij veel kantoren in onze portefeuille, hierdoor zijn rendementen gedaald. Echter, doordat de rentestanden zijn verlaagd hebben we alsnog positieve rendementen kunnen behalen. We merken op het ogenblik dat de markt wel weer aantrekt en dat de leegstand binnen de portefeuille langzaam aan het afnemen is. In vergelijking met andere fondsaanbieders kampen wij met minder leegstand en daardoor liggen onze rendementen boven het markt gemiddelde.

5. Wat is de gangbare ratio tussen vreemd- en eigenvermogen in uw cv's?

Waar het percentage vreemd vermogen voorheen op circa 70% lag is dat nu 60%. Natuurlijk zijn de voorwaarden waarop een lening wordt verstrekt aangescherpt. Deze voorwaarden verschillen per aanbieder en zijn afhankelijk van je trackrecord.

6. Is deze ratio aan verandering onderhevig als gevolg van de kredietcrisis?

Zie vraag 5

7. Heeft Annexum sinds september 2008 nieuwe cv's opgestart?

In 2009 heeft Annexum als een van de weinigen weer succesvol een cv opgestart. Dit was ons eerste nieuwe fonds sinds maart 2007. Sinds die periode merkten we dat het voor ons financieel niet haalbaar was om nieuwe cv's op te starten. Ondanks het feit dat er nog veel vraag was van beleggers zijn wij hier niet op ingegaan. Toch hebben andere aanbieders er wel voor gekozen om in 2007 en 2008 nieuwe fondsen op te starten.

De keuze van Annexum om dit niet te doen is te verklaren door het verdien model wat Annexum hanteert. Wij willen onze kosten kunnen dekken met de beheerfee, die het laagst is van de drie te behalen fees, die wij op projecten generen. In 2007 kwamen we erachter dat deze niet meer voldoende was om onze kosten te dekken. Veel andere bedrijven zijn naast de beheerfee ook erg afhankelijk van de opstart fee en de exit fee. Sinds 2008 worden zowel de opstartfee als de exit fee veelal niet gerealiseerd en dit verklaart waarom andere fondsaanbieders in de problemen zijn gekomen. Voor lange tijd konden nieuwe cv's zonder probleem worden geplaatst en verkocht en veel partijen zagen niet in dat dit wel eens kon veranderen. Die zitten nu in de problemen.

8. Door de crisis is de verkoopprijs van veel bedrijfsmatig onroerend goed onder druk komen te staan. Hoe gaat u hiermee om?

We kiezen er inderdaad wel voor om lopende fondsen te verlengen en de verkoop uit te stellen. Op het ogenblik worden 5 van de 28 lopende fondsen verlengd. Maar zoals gezegd kunnen wij blijven draaien op de beheerfee en brengt dit dus het voortbestaan van onze organisatie niet in gevaar.

9. In 2009 is Annexum gefuseerd met Bakkenist & Emmens, wat was de onderliggende motivatie voor deze fusie?

Een belangrijke reden voor deze fusie is het creëren van schaalvoordelen. Deze fusie heeft ertoe geleid dat wij in staat zijn om ons verdienmodel te hanteren wat dus gebaseerd is op het dekken van onze kosten met de beheerfee. De fusie heeft ervoor gezorgd dat onze organisatie efficiënter is geworden en het aantal beleggingsproducten is gegroeid. Zo hoef je bijvoorbeeld maar een keer automatiseringssystemen aan te schaffen voor een grotere organisatie. Via Bakkenist en Emmens hebben we het aantal beleggingen in retail vastgoed kunnen vergroten.

Ik denk dat gezien de ontwikkelingen binnen de markt het niet ondenkbaar is dat er meer fusies zullen gaan plaatsvinden en dat de markt verder zal consolideren tot een kleinere groep grotere spelers.

10. In mijn onderzoek kom ik onder andere tot de conclusie dat het strengere kredietbeleid van banken verantwoordelijk is geweest voor een daling van de prijzen van commercieel vastgoed. Op welke wijze beïnvloedt dit kredietbeleid uw bedrijfsvoering?

Zie vraag 8

11. Denkt uw bedrijf ook na over dit soort oplossingen om weer nieuwe beleggers te interesseren?

Wij willen ons vooral richten op het aanbieden van een breder assortiment beleggingsproducten voor verschillende vastgoedmarkten zodat we een grotere groep beleggers kunnen aantrekken.

12. Je hoort op het ogenblik vaak de uitspraak “cash is koning”: Door de hoge kosten van vreemd vermogen moeten veel beleggers noodgedwongen verkopen waardoor beleggers met eigen vermogen aantrekkelijk geprijsd vastgoed kunnen verkrijgen. Ziet u in deze ontwikkeling mogelijkheden voor vastgoed cv's?

Hier ligt zeker een kans voor ons als fondsaanbieders. Wanneer de prijs daalt, moet je kopen. Hier liggen nog wel wat problemen. Zo zal het aantrekken van eigen vermogen moeilijker gaan dan voorheen. Hiernaast zijn banken niet altijd bereid om overbruggingsfinanciering te verstrekken waardoor het opstarten van nieuwe fondsen nog steeds moeilijk is. We zien goede kansen voor

beleggingen op de woningmarkt en merken dat er vraag is naar beleggingsproducten die gericht zijn op deze markt. Om te voorzien in deze behoefte zijn we een samenwerking aangegaan met Direct Wonen.

13. Hoe ziet u 2010 tegemoet? Met betrekking tot prijsontwikkeling binnen de vastgoed markten maar ook met betrekking tot de Nederlandse markt voor vastgoed cv's.

Aankomend jaar zal voor Annexum positief zijn. We zitten weer in de groei en we zijn druk bezig om ons assortiment beleggingsproducten uit te breiden. Op deze manier kunnen we een grotere groep beleggers aantrekken en kunnen we hogere schaalvoordelen behalen binnen onze organisatie. Het is moeilijk om met vastgoed een indicatie te geven wat er binnen een tijdsvak van een jaar gebeurt omdat het veelal lange termijn projecten zijn waar we ons mee bezig houden. Voor de cv markt in zijn algemeen denk ik dat het niet ondenkbaar is dat er een deel van de aanbieders het veld zal ruimen dan wel zal moeten fuseren. Een gebeurtenis als de kredietcrisis is dan ook een goede manier om de mindere bedrijven uit de markt te filteren. Ik voorzie dan ook een daling van het aantal spelers op de markt. Annexum staat in ieder geval altijd open voor bedrijven die zich bij ons willen aansluiten.

9.2 Interview met Dhr. Span –Global State - 29 maart 2010

1. Zou u iets kunnen vertellen over het soort projecten waarin Global State belegt?

Global State belegt in ontwikkelingsprojecten in de Verenigde Staten en Oost Europa. De verhouding betreft circa 70% in de VS en 30% in Oost Europa. We zijn ooit begonnen in de VS maar daarna zagen we al snel dat Oost Europa veel interessante mogelijkheden bood. In vergelijking met Nederland bieden deze landen meer mogelijkheden op het gebied van ontwikkelingsprojecten. In deze landen staan ontwikkelaars open voor het uitbreiden van de portefeuille via vreemd vermogen. In Nederland gebeurt dit veel minder omdat er veel grote partijen actief zijn die veelal vaste financieringspartners hebben en daarom de projecten zelf willen ontwikkelen. Onze projecten hebben een tijdshorizon van circa 3 jaar. Vergeleken met fondsaanbieders van verhuurd vastgoed zijn ontwikkelingsprojecten risicovoller maar daardoor bieden ze ook een hoger rendement.

2. Global State houdt zich vooral bezig met projecten in de Verenigde Staten en Oost Europa, hoe is uw bedrijf tot deze keuze gekomen?

Zie vraag 1

3. Wat zijn de gevolgen van de kredietcrisis voor beleggingen in beide regio's?

De gevolgen zijn voor beide regio's vergelijkbaar. Veel van onze cv's zitten op het ogenblik helemaal vast. Dan doel ik op de cv's die zich richten op grondprojecten en koop appartementen. Deze projecten generen geen cashflows en daardoor moet er op het ogenblik geld bij. Dit geld zal moeten komen van de beleggers en wanneer deze dit niet willen zullen we helaas afscheid moeten nemen van het project.

4. Wat waren zoal de beoogde rendementen van uw cv's voor de kredietcrisis? In welke mate zijn de rendementen beïnvloed door de kredietcrisis?

Onze cv's hadden hoge rendementen, 15% is niet uitzonderlijk, maar hier ging natuurlijk wel een bepaald risico mee gepaard. Door de kredietcrisis hebben we nu totaal geen rendementen en in sommige gevallen negatieve rendementen. Daarom hebben de beleggers de keuze moeten maken hun inleg te verhogen om het project te kunnen behouden.

5. Wat is de gangbare ratio tussen vreemd- en eigenvermogen in uw cv's?

Dit varieerde enigszins met het soort projecten. Bij de koop appartementen in de VS was het niet uitzonderlijk dat we een aandeel vreemd vermogen hadden tussen de 70 en 90%. Bij huur en grond lag dit percentage lager op ongeveer 50%.

6. Is deze ratio aan verandering onderhevig als gevolg van de kredietcrisis?

Door de kredietcrisis is het aandeel vreemd vermogen met circa 20% gedaald. Daarnaast zijn de voorwaarden aangescherpt.

7. Global State heeft al lang geen nieuwe fondsen opgestart. Hierdoor is een belangrijke bron van inkomsten weggevallen. Hoe vangen jullie dit op?

Er zijn inderdaad belangrijke inkomsten weggevallen en dit heeft grote gevolgen gehad voor onze organisatie. Zo is ons personeelsbestand van 20 naar 8 gegaan. Op deze manier kan de organisatie draaiend worden gehouden.

8. Door de crisis is de verkoopprijs van veel onroerend goed onder druk komen te staan. Hoe gaat u hiermee om?

Vooral de projecten die zich richten op koopwoningen staan helemaal stil en generen totaal geen inkomsten en zijn onverkoopbaar. Een ontwikkeling die we in de VS op het moment zien is de sterke vraag naar huurwoningen. Dus het omzetten van projecten van koop naar huur zou een mogelijkheid

zijn. Op deze manier kan je een deel van je vermogen terug krijgen. Wat we nu ondervinden is dat veel banken niet met deze oplossing akkoord gaan omdat het vastgoed dan minder waard is. De banken geven dan de voorkeur om het zelf over te nemen en af te schrijven en dan in de toekomst te verkopen met een kleine winst. Dit is voor ons natuurlijk geen enkele optie en er is dan ook maar weinig te merken van het feit dat de klant centraal staat bij de banken. Dit is ook gebeurd bij de Donald Trump Tower in Virginia. Onze bank, GE, was volledig inflexibel en weigerde mee te denken in onze richting waardoor we uiteindelijk geen andere keus hadden dan onze beleggers te benaderen voor extra inleg. Toen deze daartoe niet bereid waren is het project over genomen door de bank.

9. Veel spelers voorzien consolidatie binnen de markt. Zo is Global State ook lang op zoek geweest naar een fusiepartner maar tevergeefs. In hoeverre is het mislukken hiervan een gevaar voor de continuïteit van Global State?

Wij zijn inderdaad een periode op zoek geweest naar een fusiepartner. Zo hebben we bijvoorbeeld gekeken of we een partner konden vinden in Westplan. Omdat Westplan zich ook richt op ontwikkelingsprojecten was dit uiteindelijk niet interessant. Je moet elkaar als partners aanvullen. Nu hebben we gesneden in onze organisatie en kunnen we alsnog zelf door. Ik voorzie zeker een consolidatie binnen de markt. Op het ogenblik zijn veel kleinere spelers al verdwenen. Er zullen een aantal grote spelers overblijven die een brede groep beleggers zullen bedienen.

10. In mijn onderzoek kom ik onder andere tot de conclusie dat het strengere kredietbeleid van banken verantwoordelijk is geweest voor een daling van de prijzen van commercieel vastgoed. Op welke wijze beïnvloedt dit kredietbeleid uw bedrijfsvoering?

Zie vraag 8

11. Doordat u in ontwikkelingsprojecten belegt worden uw inkomsten veelal gerealiseerd bij de uiteindelijke verkoop van het project. In deze tijd waarin de prijzen van vastgoed dalen, kan ik me voorstellen dat deze exit fee lager kan uitkomen dan voorzien of wordt uitgesteld. Hoe gaat uw bedrijf hiermee om?

Ons model zit zo in elkaar dat we met de asset management fee rond moeten kunnen komen. Maar omdat onze projecten van redelijk korte duur zijn krijgen we die maar voor een beperkte periode. In tegenstelling tot aanbieders die in bestaand commercieel vastgoed beleggen die continue cashflows hebben en looptijden van 7 tot 10 jaar. De exit fee is verder niet van significant belang voor continuïteit van de organisatie. Nu de inkomsten op het moment minimaal zijn is het opstarten van nieuwe cv's de enige manier om inkomsten te genereren.

12. Je hoort op het ogenblik vaak de uitspraak “cash is koning”: Door de hoge kosten van vreemd vermogen moeten veel beleggers noodgedwongen verkopen waardoor beleggers met eigen vermogen aantrekkelijk geprijsd vastgoed kunnen verkrijgen.
Ziet u in deze ontwikkeling mogelijkheden voor Global State?

Door de beperkte verhandelbaarheid van participaties in een cv denk ik dat er niet veel vraag zal zijn in deze tijden om middels een cv te beleggen in vastgoed. Maar er zijn zeker genoeg interessante beleggingsmogelijkheden.

13. Hoe denkt u dat het mislukken van het Trump Tower project in Virginia het aantrekken van nieuwe beleggers beïnvloed?

Wij hebben voor dit project 250 beleggers 18 miljoen bij elkaar laten leggen. Dit is voor ons de grootste cv die we ooit hebben opgestart. Ook voor Nederlandse begrippen in het algemeen is dit een bijzonder omvangrijk project. Dat het uiteindelijk mislukte is erg jammer. Maar wat beleggers zich bewust moeten zijn is dat dit projecten zijn met een bepaald risico profiel. Wanneer dit project zou worden afgerond was er waarschijnlijk een mooi rendement gerealiseerd. Veel beleggers zien niet in dat dit soort projecten een deel van een portefeuille moeten zijn en niet de portefeuille. Natuurlijk worden vervolgens dit soort voorvallen breed in de pers uitgemeten omdat het een erg prestigieus project zou zijn. Wat we nu al merken is dat een groep semi-professionele beleggers nog steeds geïnteresseerd is omdat zij het risico van een belegging kunnen doorgronden in tegenstelling tot de gemiddelde belegger van 2 jaar geleden. “Jan en alleman” zijn niet meer geïnteresseerd en Global State gaat zich nu meer richten op de meer professionele belegger. De hoogte van de inleg zullen we daarom gaan verhogen om met deze kleine groep beleggers fondsen op te starten die nog steeds voldoende slagkracht hebben.

14. Tot slot, hoe ziet u 2010 tegemoet? Voor Global State, qua prijsontwikkeling binnen de vastgoed markten en de Nederlandse markt voor vastgoed cv's?

Ik denk dat de bodem op het ogenblik nog niet bereikt is. Er is afgelopen jaar nog veel nieuwe kantoorruimte bijgebouwd. Daarnaast zullen aflopende huurcontracten kunnen zorgen voor lagere huurprijzen. De correctie is tot op heden tussen de 5 en 10% en ik denk dat het heel goed mogelijk is dat deze nog naar de 20% stijgt.

Er zal zeker consolidatie plaatsvinden binnen de markt voor vastgoed cv's en er zullen weinig spelers overblijven die zich richten op de VS en Oost Europa. Daarnaast richten deze zich allemaal op verschillende beleggers groepen.

Wat ons betreft zullen wij ons ook meer op verhuurd vastgoed gaan toeleveren omdat dit meer cashflows genereert. Daarnaast zien we in de VS een mogelijkheid in het “multi-family” segment. Dit zijn huur appartementen met tevens retail functies. In Amerika laten we de pure retail en kantoren markt nog even links liggen omdat op het ogenblik veel van deze projecten in de uitverkoop staan en de markt de prijzen omlaag drijft. Wat Oost Europa betreft vinden we het moeilijk om een specifieke groeimarkt te onderscheiden. We zullen dan een meer “opportunity gerichte” aanpak hanteren in deze landen. We zullen ons dan ook meer toeleveren op de VS dan op Oost Europa. Ook zijn we op het ogenblik aan het kijken of er nog andere landen interessant kunnen zijn. Zo is Vietnam hard aan de weg aan het timmeren en worden daar door de overheid gunstige omstandigheden geschapen om te investeren. Daarnaast kan Brazilië misschien mogelijkheden bieden. Wij merken dat sommige beleggers ook steeds meer een geografische spreiding in de portefeuille willen aanbrengen en daar liggen ook kansen voor Global State.

9.3 Interview met Dhr van Maanen -Van Boom & Slettenhaar Vastgoedfondsen - 4 mei 2010

1. Zou u iets kunnen vertellen over het soort projecten waarin B&S belegt?

B&S bestaat uit drie verschillende onderdelen: Vastgoed beheer, Vastgoed fondsen en Vastgoed ontwikkeling. Op het ogenblik beheren we Nederlands kantoor vastgoed ter waarde van circa 750 miljoen euro. De ontwikkelingstak is voorgekomen uit onze fondsen tak. Op het ogenblik ligt de ontwikkeling stil. Vastgoed fondsen bevat zowel cv's als Vastgoed Nederland NV, een open end fonds. Dit fonds is opgestart toen wij in 2007 12 van onze cv's hebben afgesloten met een gemiddeld rendement van 13,9%. Echter, door de crisis is de handel in certificaten binnen Vastgoed Nederland NV tot stilstand gekomen.

2. B&S houdt zich uitsluitend bezig met projecten in Nederland, hoe is uw bedrijf tot deze keuze gekomen?

Wij hebben expertise ontwikkeld in Nederlands kantoor vastgoed. Op het ogenblik hebben we geen plannen om in andere landen te gaan beleggen.

3. Wat waren zoal de beoogde rendementen van uw cv's voor de kredietcrisis? In welke mate zijn de rendementen beïnvloed door de kredietcrisis?

De rendementen varieerden tussen de 5% en 31%.

4. Wat is de gangbare ratio tussen vreemd- en eigenvermogen in uw cv's?

Voor 2007 probeerden we een zo hoog mogelijk aandeel vreemd vermogen aan te trekken. Het was dan ook niet uitzonderlijk als je een cv met 90% vreemd vermogen financierden. Gemiddeld lag dit percentage tussen de 60 en 70%. Vastgoed Nederland NV hebben we in 2007 nog met 90% vreemd vermogen gefinancierd.

5. Is deze ratio aan verandering onderhevig als gevolg van de kredietcrisis?

Ja, dit is zeker het geval. Op het ogenblik starten we geen nieuwe cv's op maar het is al moeilijk om een percentage van 60% vreemd vermogen aan te trekken. Hierbij komt dat de kosten koper ook niet meer door de bank wordt gefinancierd. Dit maakt op een belegging van 100 miljoen ook al snel een verschil van 6%.

6. Op uw website is te zien dat B&S al lang geen nieuwe fondsen heeft opgestart. Hierdoor is een belangrijke bron van inkomsten weggefallen. Hoe vangen jullie dit op?

B & S Vastgoed fondsen is gekrompen van 10 naar 3 medewerkers. We lopen de gebruikelijke fees inderdaad mis doordat er geen nieuwe fondsen worden geïnitieerd. Dan is het helaas wel noodzaak om je organisatie hierop aan te passen. Wij hebben onze organisatie zo ingericht dat we op de beheerfee, zoals deze nu wordt gerealiseerd vanuit B & S Vastgoedbeheer de organisatie wel draaiende kan houden. We verkennen nu de mogelijkheden om in 2010 een nieuwe cv van start te laten gaan. Deze zal echter aanzienlijk kleiner zijn dan voorgaande cv's met een vermogen van 8 a 12 miljoen euro.

7. Door de crisis is de verkoopprijs van veel bedrijfsmatig onroerend goed onder druk komen te staan. Hoe gaat u hiermee om?

Zoals gezegd hebben wij onze cv's nog tijdens de hoogtijdagen in 2007 verkocht. Maar daarna hebben we al snel B&S Vastgoedfonds Nederland opgericht. De certificaten hadden bij de emissie een waarde van 100 euro en die ligt op het ogenblik rond de 40 euro. We hebben binnen dit fonds wel een bezettingsgraad van 98% wat ver boven het marktgemiddelde ligt. Maar de handel van certificaten hebben we helaas moeten opschorten.

8. Veel spelers voorzien consolidatie binnen de markt. Zo is Annexum gefuseerd met Bakkenist en Emmens en ook Global State is tevergeefs op zoek geweest naar een fusie partner. Hoe ziet u deze ontwikkeling?

Een fusie is bij ons nooit ter sprake gekomen. De continuïteit van onze organisatie is wat dat betreft ook nooit in het geding gekomen. Een aantal spelers heeft afgelopen jaar de markt al verlaten en ik voorzie dat dit bij meer bedrijven zal gaan gebeuren.

9. Veel beleggers hebben te kampen gehad met verliezen op hun beleggingen. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor het imago van vastgoed beleggingen. Denkt B&S aan nieuwe manieren om beleggers in de toekomst weer te interesseren voor vastgoed cv's?

We zijn niet van plan om ons op nieuwe vastgoed markten te gaan richten, we zullen ons toe blijven leggen op ons gebied van expertise; Nederlands kantoor vastgoed. We merken dat het soort beleggers dat geïnteresseerd is in vastgoed wel veranderd. Wanneer wij met een nieuw fonds komen zullen we ons ook richten op een kleinere groep beleggers waarmee wij een goede relatie hebben opgebouwd. De participaties zullen dan ook hoger zijn zodat we met een kleinere groep beleggers nog steeds slagvaardig kunnen handelen.

10. Je hoort op het ogenblik vaak de uitspraak "cash is king": Door de hoge kosten van vreemd vermogen moeten veel beleggers noodgedwongen verkopen waardoor beleggers met eigen vermogen aantrekkelijk geprijsd vastgoed kunnen verkrijgen. Ziet u in deze ontwikkeling mogelijkheden voor vastgoed cv's?

We merken dat een selecte groep beleggers inderdaad nog steeds interesse heeft in nieuwe cv's. Maar tot op heden is dit nog steeds gering. Vandaar dat wanneer we een nieuw fonds lanceren dit redelijk kleinschalig zal worden.

11. Tot slot, hoe ziet u 2010 tegemoet? Voor B&S, qua prijsontwikkeling binnen de vastgoed markten en de Nederlandse markt voor vastgoed cv's?

Aankomend jaar zullen de prijzen van Nederlands kantoor vastgoed nog niet gaan stijgen, een daling van 1 a 2% ligt meer voor de hand. De gebruikersmarkt heeft mij inziens wel haar dieptepunt bereikt maar de voorraad kantoren groeit nog. Het aantal spelers binnen de markt zal nog gaan afnemen want de inkomsten zullen beperkt blijven. Wat B&S betreft zijn we nu volop nieuwe mogelijkheden aan het bekijken om nieuwe cv's op te starten maar wanneer dit zal plaatsvinden is tot op heden nog onzeker.

10 REFERENTIES

10.1 Artikelen en literatuur

Balkenende, J.P. Brief aan Tweede kamer over gevolgen kredietcrisis. 2008

Beleggingsexpress. Oktober 2008.

Brabants Dagblad, Kredietcrisis is streep door grote projectontwikkeling. 2009

Committee on the Global Financial System, Rating in Structured Finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?, Bank for International Settlements, CGFS paper no 32. 2008.

Diem, J.K. van. Zelfregulering van de Nederlandse CV-markt (masterproof). Amsterdam School of Real Estate. 2006.

DTZ Zadelhoff. Zonder Financiering geen Markt. 2009. Amsterdam

DTZ Zadelhoff. Nederland compleet. 2010. Amsterdam

DUFAS. Handreiking voor het maken van een Financiële Bijsluiter voor beheerders van beleggingsinstellingen. 2005. Den Haag

Ferreira Marques, P.A. en Kaya, A. Beleggingsinstellingen nieuwe stijl. Tijdschrift voor financieel recht. Oktober 2005.

Gieling, M.J. Besloten fonds vastgoedbeleggingen, 'In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst!'. 2001. Rotterdam.

Graafland, N.G. Toezichtloos Vastgoed. 2008. Groningen.

Groffen, C.J. Nieuwe Wtb en Btb in september 2005 van kracht. Vennootschap & Onderneming. Mei 2005.

Groeneveld, E. CMBS en de Subprime Crisis. 2008.

Hawkes, P. Reaching the bottom of the Barrel: How securitization of Subprime Mortgages Ultimately Backfired, The Real Estate Finance Journal. Spring 2008.

Hentenaar, R. Participatiesector wacht sanering. Property NL magazine. 2009.

ING. Vastgoed, Strategisch omgaan met vastgoed in de zorgsector. 2008

Kühl, M. Kredietcrisis en kansen voor vastgoedbelegging. Januari 2009.

Longua, L.J. sheets college Real Estate Finance, ASRE. 2007.

Manager Styles in Real Estate. Juni 2004.

Moody's, Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2007.

Post, B. Ontwikkelingen in vastgoedfinanciering: Closed end vastgoedfondsen hebben toestemming AFM nodig. Vastgoedmarkt. April 2005.

Post, van der. Retail, Ruimte & Rendement; Een onderzoek naar de gevolgen van de decentralisatie van het ruimtelijk detailhandelsbeleid in de Vijfde Nota Ruimtelijke Ordening/ Nota Ruimte voor de beleggingsmarkt voor winkelvastgoed in Nederland. 2004.

PropertyNL. Scope vastgoed cv's. 2008.

PropertyNL. Slimme fbi-constructie bij nieuw fonds B&S. 2009.

PropertyNL. Februari 2010.

PropertyNL. Mei 2010

Standard & Poor's. Request for Comment: Should S&P Explicitly Recognize Credit Stability As An Important Rating Factor? 2008.

Wet toezicht beleggingsinstellingen.

Besluit Toezicht beleggingsinstellingen 2005.

Van Gool, P., Jager, P. en Weisz, R.M. Onroerend goed als belegging. Wolters-Noordhoff. 2001. Groningen.

Vast + Goed Magazine. Interview met Richard Homburg. 2009

Volkskrant, De rijke oude tijd komt niet meer terug. 2009.

Vrijstellingsregeling Wtb/Wte.

NRC Handelsblad. Stenen zijn ook niet meer stabiel. 2008.

10.2 Internet

www.bouwenwonen.net

www.cbs.nl

www.fondsnieuws.nl

www.hanzevast.nl

www.hollandimmogroup.nl

www.inveztor.nl

www.rightmarktonderzoek.nl

www.roz.nl

www.stichtingtransparantievastgoedfondsen.nl

www.vastgoedbelang.nl

www.vastgoedjournaal.nl

www.vastgoedmarkt.nl

www.verenigingvastgoedfondsen.nl

10.3 Interviews

Dhr. Boissevain - CEO Annexum

Dhr Span - Business Unit Manager USA, Global State

Dhr van Maanen – Manager van Boom en Slettenhaar Vastgoedfonds