

De nieuwe institutionele residentiele vastgoedmarkt in Polen

Een onderzoek naar de zekerheid die behaald kan worden bij het doen van
vastgoedinvesteringen in Polen in relatie tot de potentiële rendementen

D.G. van Beuningen MSc
Amsterdam School of Real Estate
MRE 2014-2016

Colofon

Titel Rapport: De nieuwe institutionele residentiële vastgoedmarkt in Polen
Subtitel: Een onderzoek naar de zekerheid die behaald kan worden bij het doen van vastgoedinvesteringen in Polen in relatie tot de potentiële rendementen

Plaats en datum: Breslau, 24 april 2018
Status: Definitief
Auteur: D.G. (Daniel) van Beuningen MSc
Begeleider: drs. W. (Wim) van der Post

Amsterdam School of Real Estate
Master of Real Estate 2014-2016

Voorwoord

Ter afsluiting van mijn MRE opleiding, jaargang 2014-2016, is deze scriptie geschreven. Begin 2016 ben ik met mijn familie naar Breslau verhuist in Polen, om hier een vastgoed management onderneming op te zetten. Hier ons leven op de rit te krijgen met onze 2 kinderen en een derde onderweg heeft veel tijd en inspanning gekost, net zoals het opzetten van ons bedrijf. Hierdoor is het schrijven van mijn master scriptie steeds weer uitgesteld.

Nu ruim 2 jaar verder heb ik veel ervaring opgedaan in het vastgoed en de markt in Breslau leren kennen. Opvallend is hoe deze stad, maar ook de rest van het land, in rap tempo verandert. Voortdurend ontstaan nieuwe ondernemingen in alle branches en in de stad wordt volop nieuw vastgoed ontwikkeld en bestaand vastgoed gerenoveerd. De institutionele beleggingsmarkt voor residentieel vastgoed staat hier volledig in de kinderschoenen. Een aantal spelers ontwikkelen hier beleggingsvastgoed voor studenten en vaste verhuur, maar deze zijn op 1 hand te tellen. Mijn grote vraag was altijd waarom er geen grotere institutionele beleggers uit andere landen actief zijn in Breslau. Hoe vergelijkt deze markt in aantrekkelijkheid bijvoorbeeld ten aanzien van Nederlands vastgoed? Hierdoor ontstond nieuwsgierigheid om dit verder te onderzoeken. Tevens was mijn verwachting dat dit onderzoek kon bijdragen aan mijn eigen kennis over de residentiele vastgoedmarkt in Polen en in bijzonder in Breslau.

Het doen van onderzoek hiernaar bleek een hele uitdaging te zijn. De meeste bronnen voor mijn theorie moest ik uit Nederland halen net zoals een deel van mijn praktijk onderzoek. Ook het verkrijgen van goede data in Polen bleek lastig te zijn. Zonder een bestaand netwerk, via bijvoorbeeld een voormalig vastgoedwerkgever of studiegenoten, bleek dit geen makkelijke opgave. Gelukkig heb ik veel hulp gekregen van Ronnie Holtslag van Bouwfonds die namens Bouwfonds twee residentiele vastgoedprojecten heeft aangekocht in Polen. Ronnie heeft mij in contact gebracht met zijn Poolse netwerk, zoals hun marktonderzoeksbureau REAS uit Warschau. Dit heeft ertoe geleid dat ik uiteindelijk toch data heb gekregen via REAS, wat voor extra diepgang heeft gezorgd in dit onderzoek. Mijn dank gaat daarbij eveneens uit naar Maximilian Mendel van REAS in het gestelde vertrouwen. Voor mij persoonlijk heeft dit naast kennis tevens geleid tot een waardevolle aanvulling op mijn vastgoednetwerk. Hiervoor ben ik dan ook zeer dankbaar.

Dit onderzoek eveneens inzage gegeven in de fase waarin Polen zich bevindt, bij de ontwikkeling van de institutionele residentiele vastgoedmarkt. Deze markt bestaat pas een paar jaar en ontwikkelt zich nu in snel tempo. Dit van dichtbij mee te maken, en een aantal van de betrokkene partijen nu te kennen, maakt het interessant om te zien hoe dit de komende jaren verder zal ontfouwen.

Mijn dank gaat verder uit naar alle betrokken partijen die input hebben geleverd voor deze scriptie. Van mijn voormalige werkgeven ASR Vastgoed vermogensbeheer tot medestudenten van mijn MRE opleiding en alle partijen die ik in Breslau en Warschau heb mogen interviewen. Ook Wim van de Post heeft mij richting kunnen geven bij het formuleren van mijn vraagstelling en de focus van het onderzoek.

Mijn vrouw Victoria heeft mij bijgestaan tijdens zowel de pieken als de dalen gedurende het onderzoek en het schrijfproces. Ook heeft ze er voor gezorgd dat ik vrij ongestoord mijn onderzoek kon doen. Mijn dank daarvoor.

Daan van Beuningen

Breslau, april 2018

Samenvatting

Na de val van het communisme is in Polen veel vastgoed geprivatiseerd. Bewoners konden tegen gunstige voorwaarden hun woning kopen. Voor veel Polen werd bezit van een eigen woning gezien als een teken van onafhankelijkheid en persoonlijk succes. Dit beleid heeft er echter toe geleid dat de residentiële vastgoedmarkt enorm versnipperd is geraakt. Er zijn vrijwel geen bestaande residentiële objecten in één hand. Daarnaast is de huurmarkt lange tijd slecht geweest vanwege de onpopulariteit hiervan. In het laatste decennia lijkt dit te veranderen. Oplopende vastgoedprijzen en behoud van financiële vrijheid zorgt voor een nieuwe kijk op het hebben van eigendom. Met name bij jongeren wordt het hebben van eigendom gezien als een obstakel voor persoonlijke groei en een inperking van mobiliteit. De huurmarkt lijkt een groeimarkt en in 2015 werd zo het eerste residentiële Poolse vastgoedfonds opgezet. Ook andere buitenlandse beleggers volgden.

De institutionele residentiële beleggingsmarkt lijkt zich te ontwikkelen. Er is echter nog maar beperkt ervaring en onzekerheid bij Nederlandse en andere buitenlandse partijen om als belegger actief te worden op deze beleggingsmarkt. Dit onderzoek geeft inzicht in de kansen en een aantal risico's rond de residentiële vastgoedmarkt in Polen en vergelijkt deze met Nederland. De centrale onderzoeksvraag daarbij is:

In welke mate biedt Polen, voor Nederlandse institutionele beleggers, zekerheid bij het doen van acquisities in vergelijking met Nederland en hoe verhouden de directe rendementen zich daarbij?

Theorie

Om onderzoek te doen naar het functioneren van de vastgoedmarkten in Nederland en in Polen is aansluiting gezocht bij de 4 levels van instituties van Williamson en de transactiekostentheorie die onderdeel uitmaakt van de 'Nieuwe Institutionele economie'. De theorie van Williamson toont aan dat markten van elkaar verschillen omdat de instituties die van invloed zijn op deze markten van elkaar verschillen. Er zijn 4 levels van instituties; informele instituties, formele instituties, contracten en dag-tot-dag optimalisering. De instituties vormen het kader waarbinnen partijen bij het doorlopen van het transactieproces kunnen opereren. De transactiekostentheorie analyseert de efficiëntie van transacties. Bij elke transactie bestaat een bepaalde mate van onzekerheid aangezien nooit volledige informatie beschikbaar is rondom een transactie. Met het verkrijgen van informatie zijn echter transactiekosten verbonden. Hoe meer informatie beschikbaar komt bij een transactie, hoe meer zekerheid ontstaat rondom die transactie. De hoogte van de transactiekosten geeft een beeld hoe efficiënt de mate van zekerheid verkregen kan worden en hoe efficiënt de instituties van Williamson functioneren. Ook de bruto- en nettorendementen worden daarbij vergeleken om inzicht te geven in de potentiële rendementen.

Praktijk

In dit deel worden de transacties en daarbij behorende transactiekosten beschreven. Hierbij is met name gebruik gemaakt van casussen. Vanwege het ontbreken van bestaand vastgoed zijn institutionele beleggers in Polen gedwongen om vastgoed te (laten) ontwikkelen. De stappen rond het acquisitieproces concentreren zich rond 3 fasen, de oriëntatiefase, de onderhandelingsfase en de leveringsfase. In de basis lijkt het acquisitieproces in Polen erg op dat in Nederland.

Zekerheden tijdens acquisitieproces

Zekerheid tijdens het acquisitieproces wordt verkregen door de verschillende instituties zoals beschreven door Williamson. Informele instituties kijken naar de culture aspecten met de daarbij behorende normen en waarden van de onderhandelingspartner. Formele instituten zoals wet en regelgeving schepen het juridisch kader waarbinnen geopereerd wordt. In Polen is een goede due diligence is noodzakelijk om risico's rond restitutieclaims, voorkeursrechten of erfpachtsituaties op te helderen. Ook het valutarisico dient te worden afgedekt in Polen. De contractuele instituties scheppen de mogelijkheid om de zekerheid tijdens het acquisitieproces vast te leggen in overeenkomsten. Met name middels de intentieovereenkomst en de koop-aanneemovereenkomst worden deze zekerheden gecreëerd. De dag-tot-dag optimalisering kijkt naar de rol van de dagelijkse invloed van de markt en het beschikbaar komen van nieuwe informatie uit de DD-fase. Uit de dagelijkse praktijk merken institutionele beleggers de onprofessionele aard van de residentiele beleggingsmarkt wat zorgt voor de extra lange onderhandelingsprocessen. In de basis bieden de instituties een vergelijkbaar kader voor het realiseren van zekerheid in beide landen. In Polen zijn wel wat meer risico's waarneembaar in de markt waar adequaat mee omgegaan moet worden. Deze risico's zijn echter goed te mitigeren. In figuur 1 zijn de belangrijkste verschillen genoemd en de maatregelen die genomen kunnen worden om de mate aan zekerheid zo hoog mogelijk te krijgen.

<i>Institutie</i>	<i>Institutionele verschillen</i>	<i>Maatregel/advies</i>
<i>Informele instituties</i>	<i>Gebrek aan vertrouwen</i> <i>Onprofessionele markt / onervarenheid partijen</i> <i>Verschillen cultuur, normen en waarden</i>	<i>Bewust zijn van culturele verschillen, deze respecteren en hierop inspelen</i> <i>Transparante onderhandelingen voeren</i> <i>Investeren in een goed netwerk</i>
<i>Formele instituties</i>	<i>Minder transparantie en niet alle informatie digitaal beschikbaar</i> <i>Valuta risico's</i> <i>Erfpachtconstructies en restitutieclaims</i> <i>Voorkeursrechten van de staat</i>	<i>Uitgebreid DD onderzoek</i> <i>Verzekeren tegen restitutieclaims</i> <i>Kopen van een valuta hedge</i>
<i>Contractvorming</i>	<i>Belegger vraagt om nieuw businessmodel voor ontwikkelaars</i> <i>Koopovereenkomst geeft geen recht op afdwingen levering, tenzij...</i> <i>Meer partijen betrokken bij ontwikkeling turn-key beleggingsobjecten</i> <i>Opstellen uitgebreidere contracten voor verkrijgen zekerheid</i> <i>Onprofessionele markt / onervarenheid partijen</i>	<i>Zekerheid vastleggen door opstellen uitvoerige contracten</i> <i>Koopovereenkomst notarieel inschrijven</i> <i>Geen haastig transactieproces willen doorlopen</i> <i>Verzekeren tegen gevolgen afbreken transactieproces</i> <i>Rekening houden met een lang acquisitieproces</i> <i>Transparant blijven en tekst en uitleg geven</i>
<i>Dag-tot-dag optimalisering</i>	<i>Acquisitieproces loopt langer, meer kans op marktschommelingen</i> <i>DD onderzoeken leidt continu tot nieuwe informatie en dus wijzigende uitgangspunten</i>	<i>Uitgebreid DD onderzoek</i>

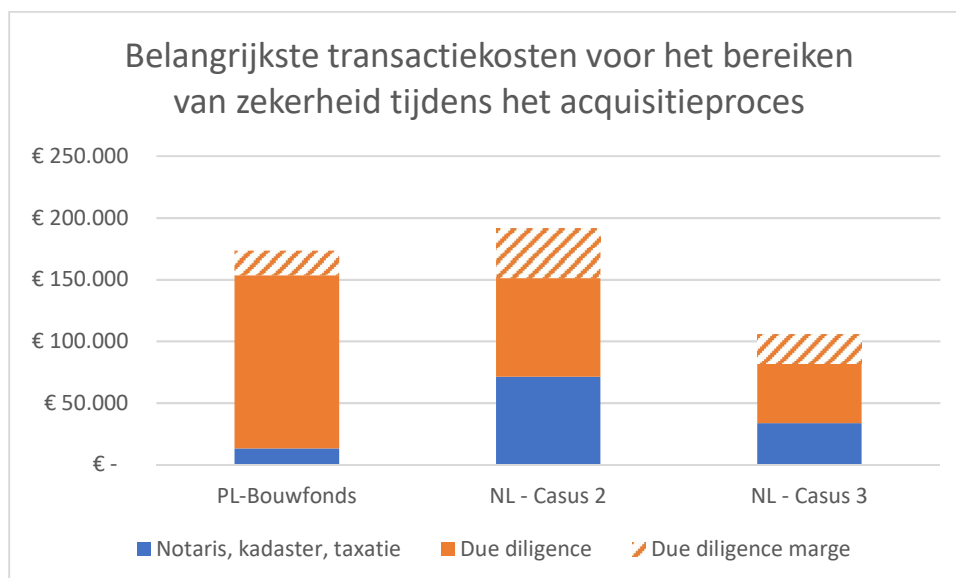
Figuur 1 - Afwijking van mate aan zekerheid Polen ten opzichte van Nederland Bron: eigen bewerking

Het vergt in Polen meer onderzoek, meer risico mitigerende acties en uitgebreidere contractvorming, maar uiteindelijk is de mate van verkregen zekerheid vergelijkbaar met die in Nederland. Wel is de analyse van de mate van zekerheid in Polen gebaseerd op beperkte ervaring. Dit heeft vooral te maken met de korte bestaansgeschiedenis van de markt. Er zijn ook onderdelen die niet direct te mitigeren zijn, zoals de cultuurbarrière, een eventueel gebrek aan vertrouwen of de onprofessionele markt waarop beleggers momenteel opereren.

Transactiekosten

Het verkrijgen van zekerheid tijdens het acquisitieproces gaat gepaard met het maken van transactiekosten. De hoogte van de transactiekosten kan enorm verschillen afhankelijk van de belegging en de organisatie en werkwijze van het beleggingsfonds. Transactiekosten van een beleggingsproject laten zich niet gemakkelijk vergelijken. De delen die voornamelijk betrekking hebben op het verkrijgen van zekerheid, zijn de due diligence (DD) kosten en de notariskosten. Kijkend naar de DD kosten liggen die in Polen circa 1,5 a 2x hoger dan in Nederland.

Het acquisitieproces is in Polen, door het onprofessionele karakter van de markt, minder efficiënt dan in Nederland en neemt hierdoor meer tijd in beslag. De DD onderzoeken in Polen zijn daarbij veel uitgebreider dan in Nederland. Als het hele acquisitieproces goed doorlopen is en het uitgebreide DD onderzoek heeft plaatsgevonden, is de uiteindelijke mate van zekerheid op eenzelfde niveau te brengen als in Nederland. Het feit dat de weg daarheen echter veel moeizamer is, kan teruggevonden worden in de hogere mate van transactiekosten die in Polen gemaakt moeten worden. In de onderzoeken bij de casussen naar de hoogte van de DD kosten, zijn de verschillen groot te noemen. De mate van zekerheid kan dus wel worden bereikt, maar wel tegen substantieel hogere transactiekosten. In het figuur 2 zijn de belangrijkste transactiekosten voor het verkrijgen van zekerheid weergegeven voor de verschillende casussen



Figuur 2 - Belangrijkste transactiekosten Bron: eigen bewerking

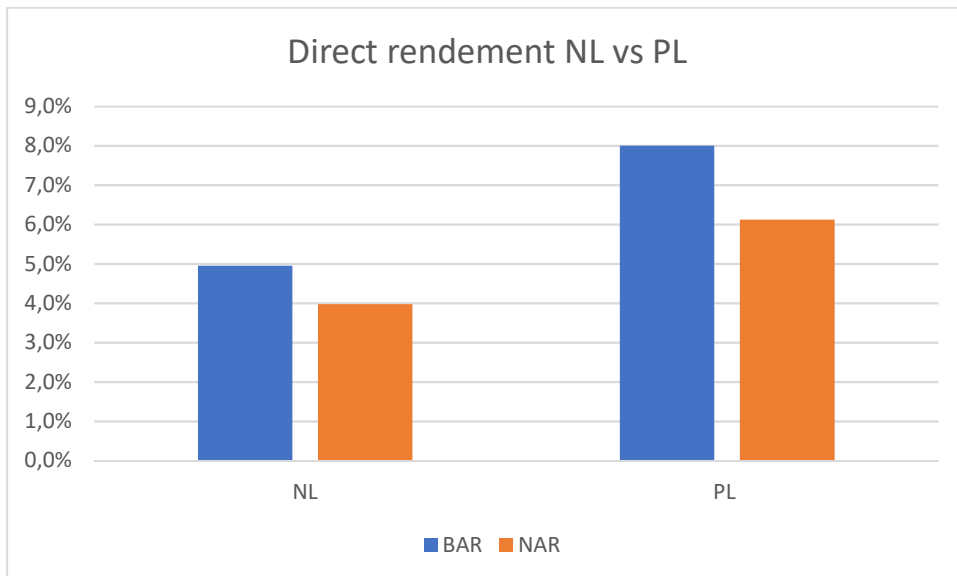
Rendementen

In Nederland en Polen worden voor de onderzochte casussen de volgende rendementen behaald.

	BAR	NAR
Nederland	5,1%	4,1%
Utrecht	4,7% - 5,2%	3,8% - 4,0%
Breslau	7,5% - 8,0%	6,0% - 6,4%

Figuur 3 - Directe rendementen NL en PL Bron: eigen bewerking

De onderzochte casus van Bouwfonds voorspeld een BAR van 8,5%. De directe rendementen in Nederland en Polen verschillen wezenlijk. Zowel de BAR als de NAR liggen in Polen 35% tot 38% hoger dan in Nederland. Uiteraard is dit geen garantie voor andere beleggingsobjecten, aangezien elk project zijn eigen eigenschappen bezit en daarmee z'n eigen rendementsprofiel heeft. De gevonden rendementen zijn opgenomen in figuur 4.



Figuur 4 - Directe rendementsvergelijking Bron: eigen bewerking

Concluderend kan gesteld worden dat in Polen en Nederland bij het doen van transacties een vergelijkbare mate aan zekerheid kan worden bereikt. Het transactieproces in Polen is echter wel inefficiënter dan in Nederland, wat met name voortkomt uit de onprofessionele staat van de residentiële vastgoedmarkt in Polen. De transactiekosten liggen dan ook 1,5 tot 2 keer hoger dan in Nederland. De directe rendementen in Polen liggen daarbij circa 200 basispunten hoger voor zowel het bruto- als het netto rendement. Overigens zijn niet alle risico's rond beleggen in Polen zijn onderzocht in dit onderzoek zodat aanvullend onderzoek gewenst is.

Inhoud

Voorwoord	III
Samenvatting.....	IV
1 Onderzoekopzet.....	- 2 -
1.1 Inleiding.....	- 2 -
1.2 Probleem- en doelstelling	- 3 -
1.3 De centrale vraagstelling.....	- 5 -
1.4 Onderzoek model.....	- 5 -
1.5 Onderzoeksmethode.....	- 9 -
1.6 Relevantie.....	- 9 -
2 Theoretisch kader.....	- 11 -
2.1 Neo-institutionele economie	- 11 -
2.1 Transactiekostentheorie	- 14 -
2.1 Bruto – en Netto aanvangsrendement en de benchmark	- 15 -
2.1 Conclusie	- 17 -
3 Praktisch kader.....	- 18 -
3.1 Zekerheden rond het aankoopproces.....	- 18 -
3.2 Conclusie	- 33 -
3.3 Rendementen in de praktijk.....	- 35 -
3.4 Conclusie	- 43 -
3.3 Case study.....	- 44 -
4 Analyse en bevindingen.....	- 46 -
4.1 Analyse zekerheid door instituties.....	- 46 -
4.2 Analyse van de transactiekosten in Nederland en Polen.....	- 48 -
4.3 Analyse van de directe rendementen in Nederland en in Polen	- 51 -
4.4 Conclusie	- 52 -
5 Conclusie en aanbevelingen	- 54 -
5.1 Conclusie	- 54 -
5.2 Aanbevelingen.....	- 58 -
Lijst van geïnterviewde.....	- 59 -
Verwijzingen.....	- 60 -

1 Onderzoeksopzet

1.1 Inleiding

In Polen lijkt zich een vastgoedmarkt te ontwikkelen die de aandacht begint te trekken van veel Europese vastgoedinvesteerders. Polen maakt sinds het toetreden tot de Europese Unie (EU) in 2004 een economische bloeiperiode door. Sinds 2004 is er met EU middelen veel geïnvesteerd in het land, zoals bijvoorbeeld in het wegennet en in de subsidiëring van de agrarische sector en renovatieprojecten van historisch vastgoed. Polen krijgt vanuit de EU 80 miljard euro tussen 2014 en 2020 om het land te helpen opbouwen (Segenhout, 2017). Polen heeft zich hierdoor economisch sterk ontwikkeld. De koopkracht en daarmee de welvaart zijn toegenomen, met name in de grote steden. Het is een groot land met bijna 40 miljoen inwoners en beschikt over een relatief hoog opgeleide jonge bevolkingsopbouw.

Na de val van het communisme is bezit en het hebben van eigendom een groot goed geworden voor de Poolse burgers. Het hebben van een eigen woning werd gezien als een statussymbool wat vrijheid en succes symboliseert. Dit werd mede gestimuleerd doordat de Staat massaal vastgoed is gaan privatiseren. Veel particulieren konden zo hun huurwoningen voor aantrekkelijke voorwaarden aankopen. De consequentie is echter dat de residentiële vastgoedmarkt in Polen enorm versnipperd is geraakt. Dit werd nog verder versterkt doordat ook nieuwbouwprojecten, door ontwikkelaars vrijwel uitsluitend werden ontwikkeld voor de individuele verkoop aan eindgebruikers of kleine beleggers. De residentiële vastgoedmarkt voor institutionele beleggers is daarom niet tot stand gekomen.

Sinds enige jaren lijkt er echter een kanteling te zijn gekomen in de drang naar eigendom. Oplopende vastgoedprijzen en behoud van financiële vrijheid zorgt, met name onder jongere, voor een nieuwe kijk op het hebben van eigendom. Dit wordt mede versterkt door de toename van flexibele arbeidscontracten, wat om meer flexibiliteit op de woning markt vraagt. Jongere staan hierdoor meer open voor het huren van huisvesting. De generatie die nog opgegroeid is in '*communistisch*' Polen, maakt nu langzaam plaats voor een nieuwe stroom jonge, vaak hoogopgeleide, mensen die omschreven wordt door CBRE als de '*citizens of Europe*' (CBRE and Baker McKenzie, 2017). Voor deze generatie wordt het hebben van eigendom gezien als een obstakel voor persoonlijke groei en een inperking van mobiliteit. Het hebben van een hypotheekschuld beperkt de vrijheid waardoor huur een aantrekkelijk alternatief vormt. In 2015 werd zo het eerste Staats vastgoedfonds opgezet om in te spelen op deze vraag. Hiervoor werden nieuwbouwprojecten ontwikkeld. In de jaren daarna traden ook buitenlandse beleggers toe zoals Bouwfonds, Catella en enige andere lokalen en Europese spelers. De institutionele vastgoedmarkt voor residentieel vastgoed lijkt daarmee te zijn geboren, begeleid van alle uitdagingen die een onprofessionele beleggingsmarkt met zich mee brengt. Door het ontbreken van bestaand beleggingsvastgoed kan vrijwel alleen via nieuwbouwprojecten geschikt vastgoed worden gecreëerd. Hierdoor zijn samenwerking met ontwikkelaars noodzakelijk. Dit leidt tot uitdagingen voor alle betrokken partijen die zich in deze nieuwe markt begeven. De wil van partijen om deze om deze markt nu verder te ontwikkelen en te professionaliseren is echter groot (Mendel, 2018).

Deze nieuwe markt wekt nieuwsgierigheid en interesse bij institutionele beleggers. Polen is immers een enorm land en het investeringspotentieel is groot. Daarbij komt dat de rendementen op vastgoed veel beter lijken, dan in de gevestigde West-Europese landen. Toch is de stap voor veel beleggers groot door culturele verschillen, vreemde valuta, een onzekere Poolse regering en

onwetendheid over het functioneren van de markt. Dit onderzoek geeft inzicht in deze nieuwe markt voor institutionele beleggers. Het onderzoek focust daarbij in hoeverre zekerheid kan worden geboden aan institutionele partijen bij het doen van acquisities. Ook worden indicaties afgegeven over de mogelijk te verwachten rendementen. Beleggers kunnen zo bekend raken met het functioneren van deze markt en haar potentiële rendementen. Om de uitkomsten van dit onderzoek te kunnen beoordelen, wordt de vergelijking gemaakt tussen deze nieuwe Poolse markt en de gevestigde Nederlandse institutionele residentiele vastgoedbeleggingsmarkt. Wat de rendementsvergelijkingen betreft is expliciet ervoor gekozen om niet alleen te focussen op de hoofdsteden van beide landen, maar juist een meer gemiddelde landelijke rendement te beoordelen. Hiervoor is met name onderzoek gedaan naar twee provinciale hoofdsteden, zijnde Breslau in Polen (Pools: Wrocław) en Utrecht in Nederland. Beide steden zijn sterke economische centra met grote internationale universiteiten en een groot aandeel aan studenten. Het vestigingsklimaat voor bedrijven in deze steden is aantrekkelijk vanwege de goede ligging en bereikbaarheid. Uiteraard is Breslau nog bezig met een economische inhaalslag ten aanzien van Utrecht, maar beide steden vertegenwoordigen sterke regionale centra met hoogopgeleide arbeidskrachten. In het jaar 2016 was Breslau cultuurhoofdstad van Europa wat de bekendheid van de stad heeft verhoogd.

1.2 Probleem- en doelstelling

Probleemstelling

In Polen is de residentiele vastgoedmarkt, als gevolg van de verkoopgolf na het communistisch tijdperk, enorm versnipperd. Residentieel vastgoed is in hoog tempo geprivatiseerd met name aan de bestaande bewoners. Hierdoor zijn er nauwelijks bestaande grote objecten in één hand. Grote (institutionele) beleggers hebben zodoende geen toegang gekregen op deze markt. Daarnaast is de populariteit van huren onder Polen altijd beperkt geweest. Het hebben van eigendom betreft een statussymbool en werd als een manier gezien om persoonlijk succes te tonen. Lange tijd waren er eigenlijk maar twee woonmogelijkheden. Of zij kochten hun woning van de Staat, of ze bleven voor bodemprijzen huren eveneens van de Staat. De particuliere huurmarkt is zo maar erg langzaam op gang gekomen en pas na vele jaren zijn lokale, maar ook buitenlandse, partijen wat verhuurobjecten gaan exploiteren. Deze verhuurmarkt heeft zich vervolgens enorm ontwikkeld, maar ook deze markt is erg versnipperd gebleven. De markt voor institutionele partijen, die het juist voorzien hebben op verwerving van gehele objecten, kwam daardoor niet van de grond.

Ook de komst van vastgoedontwikkelaars heeft niet voor geschikt beleggingsvastgoed gezorgd. De focus van ontwikkelaars is geweest op het uitponden van appartementen. De institutionele beleggingsmarkt leek ook niet interessant voor ontwikkelaars, gezien de enorme groeicurve van de vastgoedprijzen over de laatste jaren. Daar waar institutionele beleggers een project wensen af te nemen met een discount, kon de ontwikkelaar veel betere prijzen realiseren door individueel te verkopen aan particulieren. Dit alles heeft ertoe geleid dat de residentiele vastgoedmarkt voor institutionele beleggers niet tot stand is gekomen.

Door het ontbreken van geschikt beleggingsvastgoed en de onaantrekkelijkheid van huren voor de Poolse particulier, is de institutionele residentiele vastgoedmarkt niet tot stand gekomen.
--

Nu lijkt er echter een kentering in de markt te zijn. Mede veroorzaakt door de oplopende vastgoedprijzen wil de nieuwe generatie zelfstandige niet langer per se een eigendomswoning. Hoge vastgoedprijzen en daardoor potentieel hoge schulden en weinig flexibiliteit zorgen ervoor dat het huren van woonruimte steeds aantrekkelijker wordt. Het momentum voor de institutionele residentiële vastgoedmarkt lijkt daarmee aangebroken te zijn. De markt voor professioneel verhuren ontstaat langzaam en ook ontwikkelaars lijken bereid te zijn om deze nieuwe klant te bedienen. Met het ontstaan van deze nieuwe markt, die momenteel nog onprofessioneel is, focust dit onderzoek zich op deze nieuwe markt.

In 2015 werd het eerste fonds voor residentieel vastgoed in Polen opgezet. De jaren daarna volgde meerdere lokale en Europese partijen. Echter, in deze prille markt, is inzake in de zekerheden rond investeringen in Polen onderbelicht. Net zoals de potentiële rendementen die gemaakt kunnen worden. De residentiële beleggingsmarkt lijkt zich te ontwikkelen, maar nog steeds zijn buitenlandse partijen huiverig om in Poolse vastgoed te beleggen. Er is nog maar zeer beperkt ervaring bij Nederlandse en andere buitenlandse partijen om als belegger actief te worden op deze beleggingsmarkt. De Poolse vastgoedmarkt wordt wel steeds transparanter. Dit blijkt uit de *Global Real Estate Transparency Index* uitgebracht door JonesLangLaSalle waarbij Polen goed scoort, namelijk een 19^e plaats in 2012 tot een 13^e plaats in 2016 (JonesLangLasalle, 2016) (JonesLangLasalle, 2012). Maar is de transparantie rondom vastgoedinvesteringen dan vergelijkbaar met die in Nederland? In tegenstelling tot de transparantie index wellicht doet blijken, bestaan er geen benchmarks en worden er nauwelijks cijfers inzake rendementen gepubliceerd.

Mede door het ontbreken van kennis en ervaring rond het beleggen in vastgoed, zijn institutionele beleggers terughoudend om toe te treden tot de Poolse residentiële vastgoedmarkt.

Doelstelling

In de probleemstelling wordt aangegeven dat er veel onbekendheden bestaan voor institutionele beleggers rond het doen van investeren in Poolse beleggingsvastgoed. Welke onzekerheden bestaan er rond de acquisitie van beleggingsvastgoed en hoe kunnen die worden gemitigeerd? Daarnaast lijkt de vastgoedmarkt weinig transparantie te geven in de mogelijke rendementen in de sector.

In dit onderzoek wordt het beleggingskader in Polen onderzocht en inzichtelijk gemaakt of dezelfde mate van zekerheid gecreëerd kan worden, bij het verwerven van vastgoed als in Nederland. Daarnaast wordt bekeken tegen welke (meer) kosten dit geschiedt. Vervolgens worden indicatieve rendementsberekeningen gemaakt zodat de belegger de mate van zekerheid kan vergelijken met de eventuele rendementen die gerealiseerd kunnen worden.

Doelstelling van dit onderzoek is het verschaffen van inzicht in de mate van zekerheid die behaald kan worden bij het doen van vastgoedinvesteringen in Polen, de eventuele kosten die hiermee gemoeid zijn en de potentiële rendementen.

Het resultaat van deze beschouwing dient het mogelijk te maken voor Nederlandse institutionele beleggers om zich een beeld te vormen van de zekerheden bij het acquireren van vastgoed in Polen en van de potentiële rendementen daarbij.

1.3 De centrale vraagstelling

Op basis van de probleemstelling vormt de centrale vraag in deze scriptie de volgende:

In welke mate biedt Polen, voor Nederlandse institutionele beleggers, zekerheid bij het doen van acquisities in vergelijking met Nederland en hoe verhouden de directe rendementen zich daarbij?

Deelvragen

Om de hoofdvraag goed te kunnen beantwoorden zijn de volgende deelvragen te beantwoorden.

Theorie

- Hoe wordt zekerheid verkregen bij het doen van vastgoed acquisities?
- Hoe wordt de efficiëntie van een transactie bepaald?
- Hoe worden directe beleggingsresultaten gemeten?

Praktijk

- Hoe is de fasering van het acquisitieproces in beide landen en wat zijn de kenmerken?
- Welke mate van zekerheid biedt het acquisitieproces in Polen?
- Hoe hoog zijn daarbij de transactiekosten?
- Hoe (on)professioneel is de institutionele residentiele woningmarkt in Polen en welke Institutionele partijen zijn hier actief?
- Wat zijn de directe rendementen op residentieel vastgoed in Nederland en in Polen?

Analyse

- Is er een verschil in de mate van zekerheid bij het doen van vastgoedacquisities in Polen ten opzichte van Nederland?
- Zijn de transactiekosten in Polen hoger dan in Nederland?
- Zijn de directe rendementen in Polen hoger dan die in Nederland?

1.4 Onderzoek model

Het onderzoek kent drie fasen, namelijk het theorieonderzoek, het praktijkonderzoek en de analyse. De theorie vormt het kader waarbinnen het onderzoek zich afspeelt. Er wordt onderzocht welke theorieën het best aansluiten bij het beantwoorden van de hoofd- en sub vragen. In het praktijkonderzoek wordt deze theorie vervolgens gekoppeld aan de praktijkinput. Hiervoor worden zowel casussen onderzocht in Nederland en Polen als diverse interviews gehouden met experts. In de analyse worden de gevonden gegevens geanalyseerd en kan vervolgens een conclusie getrokken worden en antwoord gegeven worden op de hoofdvraag. In dit onderzoek worden niet alle risico's onderzocht die samenhangen met het doen van investeringen in Polen. Eventuele risico's zoals politieke risico's, belastinghervormingen, marktrisico's of inflatierisico's worden in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

Theorie

Instituties van Williamson

Om onderzoek te kunnen doen naar het functioneren van de vastgoedmarkten in Nederland en in Polen wordt aansluiting gezocht bij de 4 levels van instituties van Williamson en de transactiekostentheorie die onderdeel uitmaakt van de 'Nieuwe Institutionele economie'. Deze theorie van Williamson toont aan dat markten van elkaar verschillen omdat de instituties die van invloed zijn op deze markten van elkaar verschillen (Williamson, 2000). Om transacties efficiënter te laten verlopen en om zekerheid te creëren, dienen transacties te worden gecoördineerd. De instituties vormen het kader waarbinnen partijen tijdens een transactieproces kunnen opereren. Door deze instituties te onderzoeken en te vergelijken kan onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende kenmerken van deze markten. Analyse van de instituties kan gebruikt worden om de mate van zekerheid bij het doen van vastgoedtransactie in Nederland en in Polen te vergelijken. In het onderzoek wordt ervan uit gegaan dat Nederland en Polen homogene vastgoedmarkten.

Transactiekostentheorie

De transactiekostentheorie analyseert de efficiëntie van transacties. Bij elke transactie bestaat een bepaalde mate van onzekerheid aangezien nooit volledige informatie beschikbaar is rondom een transactie (Hazeu, 2014). Met het verkrijgen van informatie zijn echter transactiekosten verbonden. Hoe meer informatie beschikbaar komt bij een transactie, hoe meer zekerheid ontstaat rondom die transactie. De hoogte van de transactiekosten geeft een beeld hoe efficiënt de mate van zekerheid kan worden verkregen en hoe efficiënt de instituties van Williamson functioneren. Hoe lager de transactiekosten hoe efficiënter het transactieproces is doorlopen. Bij transactiekosten gaat het niet uitsluitend om de kosten rondom de feitelijk transactie, maar bijvoorbeeld ook de kosten rond het vooronderzoek en na afloop van een transactie.

BAR / NAR analyse

Om inzage te krijgen in de potentiële rendementen in Polen en in Nederland, wordt gekeken naar de directe rendementen in beide landen. Op regionaal niveau is voor beide landen een sterke regionale stad gekozen waar de directe rendementen zijn geanalyseerd. Hiervoor is de stad Utrecht in Nederland gekozen en de stad Breslau in Polen. Ook wordt in Nederland via de benchmark van de IPD ROZ vastgoedindex nog gekeken naar rendementen, die gemiddeld behaald worden in heel Nederland. In beide landen wordt zo inzage gegeven in het bruto en netto rendementen (BAR en NAR) voor residentieel vastgoed.

Praktijk

Mate van zekerheid bij transacties

Het praktijkgedeelte brengt de gevonden literatuur in de praktijk en geeft antwoord op de deelvragen. Aan de hand van de instituties van Williamson en transactiekostentheorie wordt de 'vastgoedtransactie' in Polen geanalyseerd en vergeleken met Nederland om zo een inschatting te kunnen maken of dezelfde mate van zekerheid verkregen kan worden. Hiervoor is de fasering van het aankoopproces belangrijk in beide landen. Met name de verschillen tussen beide processen worden daarbij besproken. Vervolgens wordt in beide landen gekeken tegen welke kosten dit acquisitieproces doorlopen wordt. Hierbij wordt dus de efficiëntie van de transactie vergeleken. Op deze manier kan een goede vergelijking tussen beide landen worden gemaakt.

Direct rendement

Nadat de mate van zekerheid bij transactie is vastgesteld, en de hoogte van de transactiekosten bekend zijn, wordt gekeken naar de potentiële directe rendementen. Hiervoor wordt in Nederland zowel op nationaal als op regionaal niveau gekeken. De IPD ROZ vastgoedindex geeft jaarlijks cijfers weer van de netto rendementen die op residentieel vastgoed gemiddeld gerealiseerd worden. Op regionaal niveau zijn een drietal casussen onderzocht rond het centrum van Utrecht die aangeleverd zijn door ASR vastgoed vermogensbeheer en Syntrus Achmea. Dit betreffen nieuwbouwtwikkelingen net zoals onderzocht zal worden in Polen. Door analyse van actuele taxaties kunnen marktwaardes en markthuren worden vergeleken om zo ook directe rendementsberekeningen te maken.

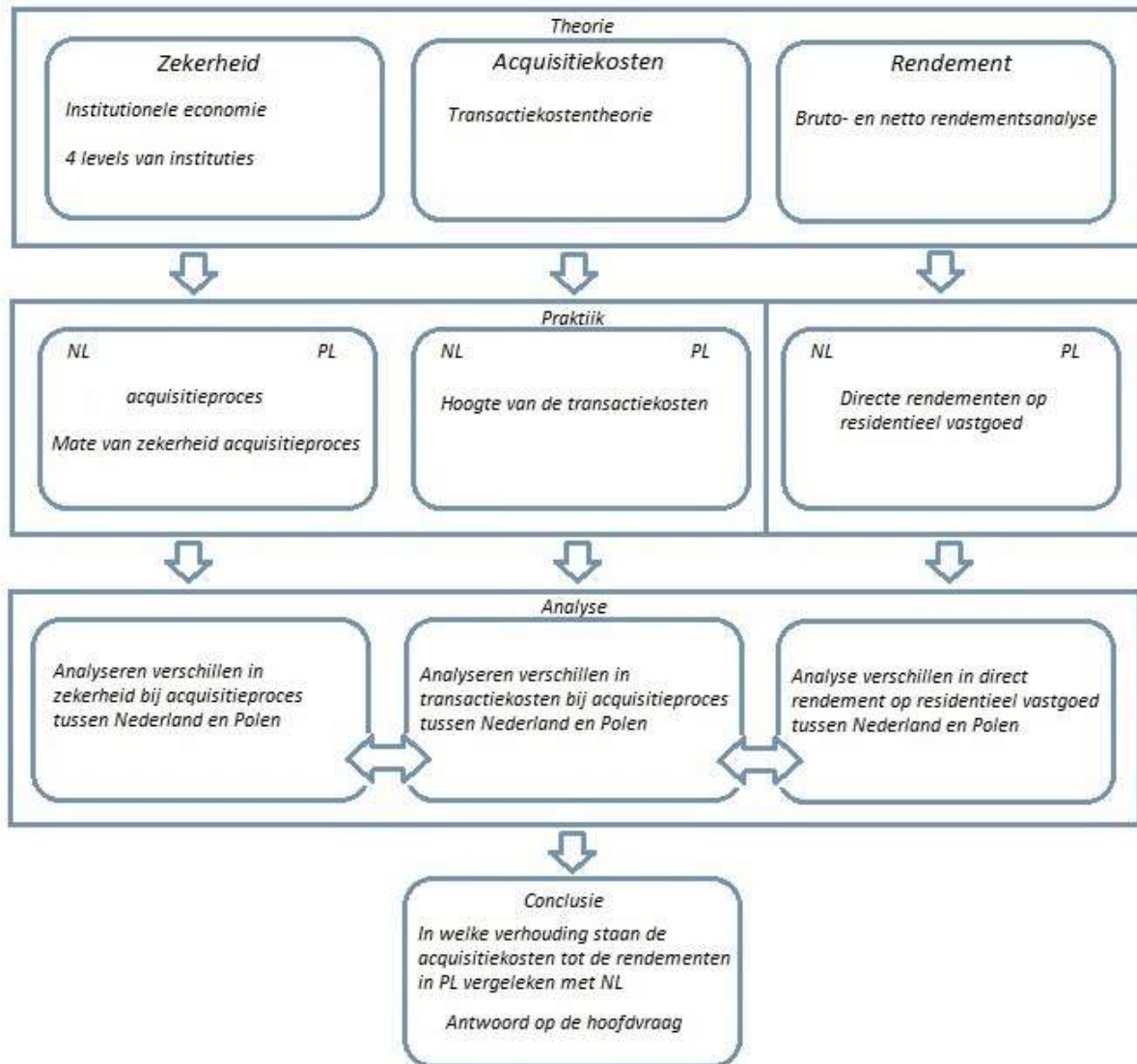
Vanwege de korte bestaansgeschiedenis van de institutionele residentiele vastgoedmarkt in Polen zijn hiervoor geen cijfers bekend op nationaal niveau. Op regionaal niveau is input gekregen via marktonderzoeksbureau REAS in verkoopprijzen en huurprijzen voor nieuwbouwobjecten. De gegevens van de verkoopprijzen zijn gebaseerd op casco gebouwde appartementen, zodat deze prijzen verhoogd dienen te worden met de kosten van het turn-key afbouwen. De huurgegevens van REAS zijn verder nog aangevuld met marktgegevens van internetplatform otodom.pl en van een bestaande institutionele belegger. Aan de hand hiervan kan een inschatting gemaakt worden van de rendementen. Als laatste wordt gekeken naar de rendementen in een casestudie van het Bouwfonds European Residential Fund in Krakau.

Analyse

Hier vloeien de theorie en praktijk samen en kan een analyse worden gemaakt. In de analyse wordt gekeken of er een verschil bestaat in de mate van zekerheid tussen de beide landen bij het doen van vastgoedtransacties. Vervolgens worden de acquisitiekosten vergeleken die nodig zijn om de mate van zekerheid te garanderen tijdens het aankoopproces. Hieruit dient duidelijk te worden of deze acquisitiekosten in Polen hoger liggen dan in Nederland. Als laatste onderdeel wordt het verschil in direct rendement in beide landen geanalyseerd.

Schematische weergave onderzoek

De schematische weergave van het onderzoek is beschreven in onderstaande figuur.



Figuur 5 - Onderzoek schema Bron: eigen bewerking

1.5 Onderzoeksmethode

Dit onderzoek is een kwalitatief praktijkgericht onderzoek, zoals aangegeven door Verschuren en Doorewaard (Doorewaard, 2007). Kwalitatief aangezien het toepassen van de theorie op de praktijk niet in harde cijfers is uit te drukken, maar bepaald wordt door ervaring en expertise van individuele personen. Het doel is niet om de gebruikte theorie te testen, maar om deze te gebruiken als leidraad voor het schetsen van de mate van zekerheid en de hoogte van de transactiekosten bij het acquisitieproces en een globale indruk te geven van de mogelijke rendementen die gerealiseerd kunnen worden in beide landen. Hoofdstuk 2 bestaat dan ook uit het literatuuronderzoek waarbij de instituties van Williamson en de transactiekostentheorie leidend zijn.

Hoofdstuk 3 bestaat uit het in de praktijk brengen van de beschreven theorie. De 4 levels van instituties en de transactiekostentheorie worden getoetst in Nederland door input van ASR vastgoed vermogensbeheer, Syntrus Achmea en een anonieme institutionele vastgoed vermogensbeheerder. In Polen zijn hiervoor een viertal interviews afgenomen met een makelaar, een vastgoedadvocaat, een marktonderzoeker en de acquireur voor Bouwfonds in Polen.

De rendementsinzage heeft in Nederland zijn input gevonden in de ROZ IPD vastgoedindex en een aantal casussen rond de stad Utrecht van ASR Vastgoed en Syntrus Achmea. In Breslau is data verkregen van marktonderzoeksbureau REAS voor verkoopprijzen en huurprijzen. Deze gegevens zijn aangevuld met marktgegevens uit Breslau. Hiervoor zijn de huurwaardes van een belegger en via internetplatform otodom.pl. Daarnaast is gebruik gemaakt van projectinformatie van een belegging van Bouwfonds in Krakau. Onderzoek naar de transactiekosten die gemaakt worden bij verschillende beleggingsacquisities is gedaan aan de hand van casussen. Aangezien in Polen alleen belegd kan worden door nieuw beleggingsvastgoed te realiseren, is daar de focus op gelegd voor het zoeken naar casussen in beide landen. Het vinden van meerdere vergelijkbare beleggingsobjecten in Nederland en in Polen is echter een hele uitdaging. Zeker ook omdat in Polen nog nauwelijks acquisities zijn gedaan en de markt hier zeer terughoudend is met het verstrekken van informatie.

In hoofdstuk 4 wordt de mate van zekerheid geanalyseerd bij het doen van een vastgoedtransactie in beide landen eveneens door te kijken naar de casussen. Vervolgens wordt gekeken naar de hoogte van de transactiekosten voor het verkrijgen van deze zekerheid. En als laatste wordt een vergelijking gemaakt in de rendementen tussen beide landen. Aan de hand hiervan kan de belegger een inschatting maken rond de mate van zekerheid bij het doen van transacties in Polen en de daarbij behorende transactiekosten. Deze kunnen dan in perspectief worden gezet met de mogelijke rendementen. Als wisselkoers tussen Poolse Zloty's en Euro's is voor dit onderzoek een verhouding 4:1 genomen.

1.6 Relevantie

Het onderzoek is actueel en relevant aangezien de institutionele vastgoedmarkt in Polen in zijn kinderschoenen staat. De residentiele beleggingsmarkt bevindt zich aan de vooravond van een grote verandering waarbij de markt geïnstitutionaliseerd zal worden (TPA and Reas, 2017). Hoewel de verhuurmarkt reeds functioneert, wordt deze nu gedomineerd door kleinschalige beleggers. Hierdoor is geen standaard ontstaan voor bijvoorbeeld afwerkingsniveaus of voor huurovereenkomsten. Hierdoor zijn verhuurders lastig zijn in te schatten voor de huurder. De laatste

jaren verandert de mentaliteit van jonge mensen ten aanzien van huren. Men ervaart huren als een manier van het behouden van vrijheid en mobiliteit. Ook voor andere huishoudens lijkt de huurmarkt een interessant alternatief te zijn voor koopwoningen vanwege de opgelopen vastgoedprijzen. Dit heeft ertoe geleid dat institutionele beleggers meer interesse beginnen te tonen voor de residentiele vastgoedmarkt in Polen. Het spreekt huurders aan dat deze beleggers hoogwaardige producten kunnen leveren met een lange termijn verhuurhorizon en daarbij betrouwbaar zijn. Nu de eerste grote beleggers actief zijn op deze markt, wekt dit de interesse bij meerdere partijen. Toch lijkt voor veel beleggers de Poolse vastgoedmarkt letterlijk en figuurlijk 'ver van hun bed'. Niet alleen de ligging in centraal Europa, maar met name ook de cultuurverschillen, de taal, de valuta en de politieke situatie scheppen vraagtekens bij buitenlandse beleggers over de zekerheden in deze markt. Dit onderzoek zal trachten enige van deze onzekerheden weg te nemen door inzage te geven in de zekerheden rond transacties, de kosten daarvan en de rendementen. Het momentum en daarmee de relevantie daarvan maakt dit onderzoek relevant en actueel.

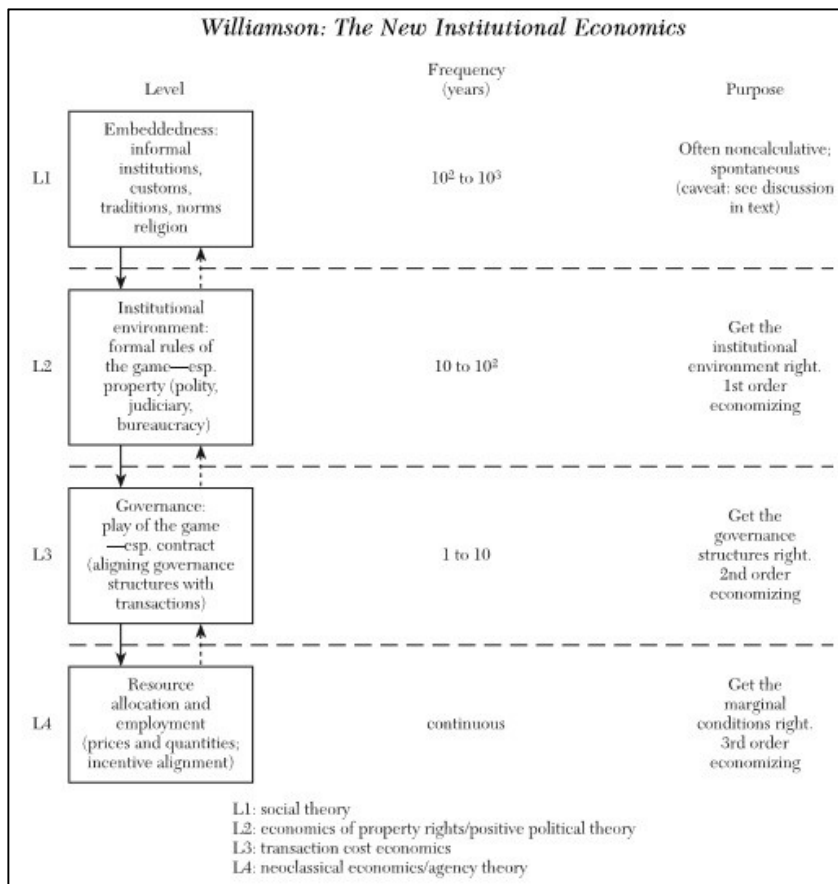
2 Theoretisch kader

Volgende de Dikke van Dalen laat beleggen zich definiëren als (*geld*) aan iets besteden waarvan je hoopt dat het in waarde zal stijgen (Van Dale, 2017). Met 'besteden' van geld wordt bedoeld dat er een transactie plaats vindt tussen twee partijen, namelijk tussen een koper en een verkoper. Een koper, oftewel een belegger, die actief wil worden op de woning markt in Polen zal dus over moeten gaan tot het doen van een transactie. Partijen streven ernaar om zekerheid te creëren bij het doen van transacties. In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de volgende sub-vragen:

- Hoe wordt zekerheid verkregen bij het doen van vastgoed acquisities?
- Hoe wordt de efficiëntie van een transactie bepaald?
- Hoe worden directe beleggingsresultaten gemeten?

2.1 Neo-institutionele economie

De neoklassieke economische theorie is gebaseerd op het stand komen van vraag en aanbod. Het smeermiddel tussen vraag en aanbod is uiteindelijk de prijs die daarbij betaald wordt. Op die manier wordt er in de markt een evenwicht situatie gecreëerd, waardoor een evenwichtsprijs tot stand komt. In het neoklassieke basismodel kennen we één consument: 'de' consument (Hazeu, 2014, p. 71) De rede voor het doen van een transactie en het feit dat er instituties bestaan die van invloed zijn op een transactie blijft in de Neoklassieke economie buiten beschouwing (Hazeu, 2014). Hier gaat de Neo-institutionele economie (NIE) een stap verder. In de NIE wordt namelijk ook gekeken naar de reden waarom partijen komen tot het doen van een transactie. De NIE is gevormd rond de analyses van transacties en gaat ervan uit dat instituties geen exogeen gegeven zijn en daardoor eveneens interessant zijn om te analyseren (Hazeu, 2014). Markten verschillen van elkaar omdat instituties van elkaar verschillen. Zoals reeds aangegeven bestaan er ook verschillende soorten instituties, die van invloed zijn bij het tot stand komen van een transactie. Instituties vormen als het ware de formele en informele spelregels waarbinnen een transactie zich afspeelt. Het zijn door mensen ontworpen beperkingen die structurerend zijn voor hun economische, sociale en politiek gedrag (Hazeu, 2014, p. 15). Hoewel instituties dynamische factoren zijn is de mate ervan sterk afhankelijk van het soort institutie. Williamson (Williamson, 2000) onderscheid de volgende soorten instituties waarbij elke institutie een andere mate van aanpassingsvermogen heeft, of met andere woorden, mate van beïnvloedbaarheid.



Figuur 6 - 4 levels van instituties Bron: (Williamson, 2000)

Hieronder worden de verschillende levels toegelicht:

- Level 1. Informele instituties: Hierin staat de cultuur van een maatschappij centraal met de daarbij behorende normen en waarden;
- Level 2. Formele instituties: Hierin zijn de wetten- en regels opgenomen die gelden op nationaal niveau binnen een land.
- Level 3. Contracten: Het vastleggen van gemaakte afspraken in overeenkomsten;
- Level 4. Dag-tot-dag optimalisering: daar waar vraag en aanbod samen komen en de prijs wordt bepaald.

De verschillende instituties zijn onderling sterk verbonden en beïnvloeden elkaar (Williamson, 2000). Het aanpassingsvermogen van de instituties verschilt daarbij sterk zoals ook duidelijk wordt in figuur 6.

1. Informele Instituties

Bij het doen van een transactie is het van belang te weten binnen welke informele instituties de wederpartij opereert. Dit level kijkt naar de normen en waarden die een land of een persoon kenmerkt. Het kijkt naar de gebruiken, tradities en geloofsovertuiging van een land. Deze aspecten zijn van belang bij het tot stand komen van een transactie, aangezien de wederpartij andere normen en waarden kan hanteren, waardoor transacties minder efficiënt kunnen verlopen. Voor de analyse van culturele aspecten van een land heeft Hofstede een model ontwikkeld, het zogenoemde 6-dimensies model (Hofstede Insights, 2018). Dit model onderzoekt aan de hand van 6 dimensies hoe normen en waarden worden beïnvloed door hun cultuur. Hofstede defineert cultuur als: *the*

collective programming of the mind distinguishing the members of one group or category of people from others.' De volgende 6 dimensies worden door Hofstede beschreven (Hofstede Insights, 2018).

- *Power distance index.* Hoe gaat een maatschappij om met verschillend in hiërarchie. Hoge scores betekent geaccepteerde hiërarchische order ten opzichte van een lage score waarbij iedereen streeft naar gelijkheid.
- *Individualism vs Collectivism.* De zelfredzaamheid van een individu tegenover de voorkeur van een individu om opgevangen te worden door de maatschappij met als tegenprestatie loyaliteit.
- *Masculinity vs femininity.* De voorkeur prestatie, heldhaftigheid, assertiviteit en materiële beloningen voor succes tegenover een voorkeur voor samenwerking, bescheidenheid, zorg voor de zwakken en de kwaliteit van het leven.
- *Uncertainty avoidance index.* Geeft de mate aan in hoeverre individuen zich ongemakkelijk voelen bij onzekerheid en ambiguïteit. Hoe hoger de index hoe minder staat men open voor nieuwe ideeën en veranderingen.
- *Long term orientation vs short term normative orientation.* Hoe zeer speelt het verleden (de geschiedenis) een rol bij de dagelijkse beslissingen en toekomstige uitdagingen. Lage score betekent vasthouden aan tradities, normen en waarde waar hoge scores juist pragmatisch omgaan met beslissingen om zich voor te bereiden op de toekomst.
- *Indulgence vs restraint.* Indulgence staat voor een samenleving die zich vrij beweegt en zich zo voelt en die het leven genieten. Restraint staat voor een samenleving die bewegingsvrijheid onderdrukt en zich gecontroleerd voelen door strikte sociale normen.

Verandering in de cultuur van een land zijn erg traag en kunnen soms eeuwen duren. Institutionele economen nemen dit level als gegeven aan. Voor dit onderzoek is dit level van belang aangezien het inzage en richting geeft in de manier van omgang met de wederpartij. In hoeverre kan men de onderhandelingspartner vertrouwen op basis van zijn normen en waarden? Gelijke normen en waarden zorgt voor meer vertrouwen dan wanneer partijen verschillende normen en waarden hanteren (Buitendijk, 2009). Vertrouwen is niet iets vanzelfsprekends. Hoewel vertrouwen de mate van onzekerheid en complexiteit kan reduceren, brengt het tegelijkertijd ook risico's met zich mee, aangezien vertrouwen gebaseerd is op de beperkte informatie over het toekomstig gedrag van de ander. Vertrouwen wordt door (Nootboom, 2002) omschreven als: 'Trust is a state of mind, an expectation held by one trading partner about another, that the other behaves or responds in a predictable and mutually expected manner'. Vertrouwen kan leiden tot grote kosten als de uitkomst niet is zoals was verwacht (Ark, 2005, p. 153). Onzekerheden zijn daarmee onlosmakelijk verbonden met vertrouwen (Ark, 2005, p. 129). Hoe groot het vertrouwen ook wordt tussen partijen, er zal altijd een bepaalde mate van transactiekosten blijven bestaan (Buitendijk, 2009).

2. Formele Instituties

De formele instituties worden gevormd door de wetten en regels binnen een land en de interpretatie en implementatie hiervan door de diverse overheden. Ook de rechtelijke macht, en het functioneren hiervan, maakt hier onderdeel van uit. De overheid speelt op dit vlak een belangrijke rol. De spelregels bij een transactie worden hier bepaald. Het schept voor partijen een (juridisch) kader waarbinnen geopereerd kan worden met als doel transacties efficiënter te laten verlopen en zekerheid voor partijen te creëren. Naast de wetten en regels spelen hier ook ruimtelijke plannen een rol zoals bijvoorbeeld het bestemmingsplan. Dit raamwerk zorgt eveneens voor lagere transactiekosten aangezien in vele randvoorwaarden door de institutie wordt voorzien. Als voorbeeld

is het inschrijven van eigendomsrechten in het kadaster, wat vele malen makkelijker en zekerder is (en dus ook goedkoper) om eigendom aan te kunnen tonen, dan middels een private overeenkomst. In de NIE wordt dit level gekenmerkt door de property rightstheorie. Deze theorie haakt aan bij het belang van de toedeling van economische eigendomsrechten aan diverse actoren in een organisatie of samenleving en de mogelijkheden om die eigendomsrechten te handhaven (Hazeu, 2014, p. 72). De formele instituties zijn vrij in-elastisch en worden als vast gegeven beschouwd.

3. Contracten

In dit level wordt binnen het juridisch kader door contractspartijen getracht om de afspraken rondom een transactie zo volledig mogelijk vast te leggen in overeenkomsten. Dit level gaat dus verder daar waar de formele instituties ophouden. Doordat deze contracten juridisch bindend zijn, wordt zekerheid gecreëerd en dus wederom risico vermindert. Toch kunnen niet alle risico's worden uitgesloten in een overeenkomst, aangezien overeenkomsten ook over zaken gaan die in de toekomst eventueel kunnen plaatsvinden. Aangezien niet alle voorvallen te vangen zijn in een overeenkomst blijft een bepaalde mate van onzekerheid en daarmee risico bestaan. Williamson (Williamson, 2000, p. 599) geeft aan dat contracten altijd incompleet zullen zijn mede door hun inflexibele aard zich aan te passen aan toekomstige situaties. Centraal in dit level staat de transactiekostentheorie. Deze theorie stelt de ruiltransacties die zich tussen actoren voltrekt in het middelpunt, en de daaraan verbonden kosten (Hazeu, 2014, p. 72).

4. Dag-tot-dag optimalisering

Dit level kijkt naar het samen komen van vraag en aanbod die op elkaar afgestemd worden door de toename van informatie tijdens het acquisitieproces. Dit betreft de feitelijke marktwerking tijdens de onderhandelingen, wat uiteindelijk zal leiden tot een evenwichtsprijs. De neoklassieke economie is hier leidend. Dit level heeft een zeer flexibel aanpassingsvermogen aangezien het op elk moment tussen partijen mogelijk is andere afspraken te maken onder invloed van marktwerkingen en nieuwe informatie rondom de transactie. De dynamiek in dit level is dus zeer hoog.

2.1 Transactiekostentheorie

De transactiekostentheorie is een theorie die kijkt naar hoe transacties binnen organisaties zo efficiënt mogelijk gestructureerd kunnen worden (Coase, 1937). Transacties in het economisch verkeer gaan als regel gepaard met informatietekort en onzekerheid (Hazeu, 2014, p. 14). Om deze onzekerheid zo klein mogelijk te maken zijn de instituties in het leven geroepen zoals aangegeven in figuur 4. Deze instituties trachten de transactie efficiënter te laten verlopen en daarmee meer zekerheden te creëren. In de institutionele economie wordt de rol van instituties zo uitgelegd dat zij helpen om de onzekerheid in het economisch verkeer te verkleinen (Hazeu, 2014, p. 14). Het streven van partijen en het doel van de instituties is dus om de kosten van een transactie zo laag mogelijk te houden. Echter, zoals gezegd gaat elke transactie gepaard met een bepaalde mate van een informatie tekort. Transactiekosten worden gemaakt om zoveel mogelijk informatie rond de transactie te verschaffen. Hoe efficiënter de transactie verloopt, hoe makkelijker wordt informatie verkregen en hoe lager zullen de transactiekosten zijn. De beschikbaarheid van informatie rond een transactie is dan ook de hoeksteen rond de institutionele economie. De transactiekostentheorie beschrijft hoe de instituties van invloed zijn op het creëren van zekerheid rond een transactie. Deze theorie kan onder andere worden gehanteerd om te verklaren welke institutionele mechanismen

een comparatief voordeel hebben bij de uitvoering van bepaalde soorten transacties (Hazeu, 2014, p. 80). Transactiekosten beperken zich niet slechts tot kosten die daadwerkelijk samenvallen met de feitelijke transactie, maar deze moeten veel breder worden gezien. Het gaat om alle kosten die noodzakelijk zijn om het 'contract' in ruime zin tussen partijen volledig te maken (Hazeu, 2014, p. 79). Dit zijn dus niet slechts de kosten zoals bijvoorbeeld makelaarskosten of de notariskosten, maar ook bijvoorbeeld de kosten van een marktonderzoek of een haalbaarheidsstudie van een project. Ook het opnemen van geschillenregelingen in een overeenkomst, om op een later moment kosten juist weer te beperken, valt onder de transactiekosten. Williamson (1985) spreekt van '*costs of drafting, negotiating, and safeguarding an agreement*'. Voor vastgoed betekent dit dus o.a. de kosten van zoeken, analyseren, makelaars, marktanalisten en overige adviseurs, bouwkundige, notaris, advocaten, kosten rond vergunningen, etc. De kosten kunnen worden onderverdeeld in ex-ante en ex-post kosten (Roumboutsos, 2016). De ex-ante kosten zijn die kosten samenhangen met het definiëren, onderhandelen en onderhouden van een overeenkomst. De ex-post kosten zijn die kosten rond het monitoren en uitvoeren van de overeenkomst. Dit zijn dus kosten die kunnen ontstaan na het tot stand komen van de overeenkomst.

2.1 Bruto – en Netto aanvangsrendement en de benchmark

Directe beleggingsresultaten laten zich het best en het makkelijkst meten door gebruik te maken van de bruto en netto aanvangsrendement methode. Belangrijk is dat bij een direct rendementsvergelijking geen appels met peren worden vergeleken. Pas als uitgangspunten in beide landen gelijk zijn, kunnen rendementscijfers worden vergeleken. Om deze vergelijking te kunnen maken wordt aansluiting gezocht bij een Nederlandse benchmark die cijfers publiceert over de behaalde rendementen op woning vastgoed.

Een benchmark kan als volgt gedefinieerd worden. *“Een benchmark is een algemeen door de markt geaccepteerde referentiewaarde voor de corresponderende te leveren prestatie(s), waarbij deze referentiewaarden is gebaseerd op het (gewogen) gemiddelde van geregistreerde prestaties in deze bij (min of meer) vergelijkbare objecten uit de soortgelijke beleggingscategorie en onder (min of meer) vergelijkbare marktomstandigheden”* (Keeris, 2001). De meest representatieve benchmark in Nederland, wordt gepubliceerd door de stichting ROZ IPD Vastgoedindex. Deze stichting stelt zich ten doel een bijdrage te leveren aan de professionalisering en transparantie van de vastgoedsector door het bevorderen van het gebruik en de kwaliteit van vastgoedindices en taxaties (Stichting ROZ, 2017). Het middelpunt van de ROZ IPD Nederlandse Vastgoedindex zijn de rendementspublicaties voor beleggingsvastgoed. Het rendement bestaat uit de netto huurinkomsten gerelateerd aan de marktwaarde, het netto direct rendement (IPD BeNeLux, 2013). De Stichting krijgt haar data van een groot aantal deelnemende institutionele vastgoedbeleggingsinstellingen. Aan de hand van deze data worden de rendementen berekend. De cijfers zijn gebaseerd op de gemiddelde Nederlandse directe rendementen. Het netto directe rendementen wordt gepubliceerd conform de NAR berekening. Een afgeleide hiervan is het bruto direct rendement, de BAR.

De BAR en NAR worden als volgt berekend:

$$\mathbf{BAR = MH t=1 / ((waarde k.k. + C) / (1+ KK\%))}$$

$$\mathbf{NAR = (MH t=1 - exp) / ((waarde k.k. + C) / (1+ KK\%))}$$

Waarbij:

BAR = Bruto Aanvangsrendement (BAR)

NAR = Netto Aanvangsrendement (NAR)

MH = Bruto markthuurwaarde

Exp = Exploitatiekosten

Waarde k.k. = Marktwaaarde object kosten koper

KK% = percentage kopers kosten

C = Correctieposten

t = Periode

Bruto markthuurwaarde

De bruto markthuurwaarde betreft de jaarlijkse huur voor de woning op een bepaald moment die in de markt behaald kan worden. De Bruto markthuurwaarde van het object houdt rekening met eventuele leegstand zonder rekening te houden met servicekosten en btw. Eventuele concessies in de huur, voor bijvoorbeeld de eerste maand, worden niet meegenomen in deze berekening. Hierbij gaat het niet om de feitelijke huur, maar om de huur die in de markt maximaal haalbaar is.

Exploitatiekosten

Hieronder worden verstaan de kosten voor het beheer van het object inclusief de kosten voor eventuele huurherzieningen. Geen onderdeel hiervan zijn de kosten voor het beheer van de portefeuille, de kosten voor het doen van de taxaties en de kosten voor de accountant.

Onderhoudskosten om het object jaarlijks in dezelfde staat te kunnen houden zoals planmatig onderhoud en incidenteel onderhoud vallen ook onder de exploitatiekosten. Het toezicht op deze onderhoudskosten wordt eveneens gerekend tot de onderhoudskosten. Het onderhoudswerk kan worden ingedeeld in drie fasen:

- Inspecties, budgettering en maken van een uitvoeringsplan
- Het uitvoeren en begeleiden van de onderhoudswerkzaamheden
- Het bijwerken van de administratie na afloop van de onderhoudswerkzaamheden

Andere posten die onder de exploitatiekosten vallen zijn vastgoed gerelateerde belastingen zoals waterschapslasten, rioolrechten en onroerendzaakbelasting. Daarnaast eventuele erfpachtcanon, de verzekeringskosten, zoals opstal en glasverzekering, wettelijke aansprakelijkheid en inboedelverzekering in geval van gemeubileerde verhuur. Ook huurders mutatiekosten, indien er wisselingen optreden onder de huurders, valt hieronder net zoals de servicekosten die niet aan de huurders kunnen worden doorberekend. Als laatste groep vallen hieronder de overige kosten zoals, verhuurmarketing kosten, verhuur kosten voor bijvoorbeeld makelaarscourtage, kosten als gevolg van leegstand, kosten verbonden aan het treffen van voorzieningen van oninbare huur, niet te verrekenen btw-kosten en vereniging van eigenaren kosten (Taxatierichtlijnen IPD Nederland Vastgoedindex, 2013) (IPD BeNeLux, 2013).

Waarde kosten koper

De marktwaaarde kosten koper is het geschatte bedrag waartegen vastgoed tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper na behoorlijke marketing in een zakelijke transactie zou worden

overgedragen op de waarde peildatum, waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld (Berkhout, 2010).

Percentage kopers kosten

Deze kosten hangen samen met de aankoop van het object en is opgebouwd uit de hoogte van de overdrachtsbelasting, zijnde 2% voor woningen, verhoogd met indicatief 1% aanvullende kosten die voor rekening komen van de koper. Onderdeel van de 1% kosten zijn de makelaarskosten en notariskosten.

Correctieposten

Deze post kijkt naar de contante waarde van eventueel achterstallig onderhoud en grote investeringen die in de komende 5 jaar zullen gaan plaatsvinden en die onder regulier onderhoud vallen. Dit betreft dus alleen kosten die ook als exploitatie en regulier onderhoud dienen te worden gezien en die dus geen huurverbetering tot gevolg zullen hebben. Dit betreft dus uitdrukkelijk geen investering in het verder verbeteren van het object.

2.1 Conclusie

Zekerheid rond transacties wordt verkregen door de 4 levels van instituties zoals beschreven in het model van Williamsons. Deze instituties zijn onderverdeelt in de volgende levels; informele instituties, formele instituties, contracten en dag-tot-dag optimalisering. Deze instituties scheppen de randvoorwaarden bij het tot stand komen van een transactie en kan in de markt als een kader worden beschouwd waarbinnen een transactie plaatsvindt. De flexibiliteit van het level verschilt sterk van elkaar. Zo worden de informele instituties als zeer vast beschouwd en dit wordt flexibeler in elke opvolgende level. Het meest flexibel is de dag-tot-dag optimalisering waarbij continue veranderingen kunnen optreden. Dit kader geeft partijen een bepaalde basis aan zekerheid mee, wat ertoe leidt dat de transactiekosten lager zijn dan in het geval deze instituties niet zouden bestaan. De efficiëntie van een transactie kan worden bepaald door gebruik te maken van de transactiekostentheorie. Deze theorie stelt dat elke transactie gepaard gaat met een mate van informatietekort. Transactiekosten worden gemaakt om deze informatie beschikbaar te krijgen. Hoe meer informatie en dus ook zekerheid rond een transactie verkregen wil worden, hoe hoger de transactiekosten zullen zijn. Transactiekosten kunnen worden onderverdeeld in ex-ante kosten en ex-post kosten. Ex-ante kosten hangen samen met het definiëren, onderhandelen en onderhouden van een overeenkomst en ex-post kosten met het monitoren en uitvoeren van de overeenkomst. Het meten van rendementen vindt plaats door de bruto en nettorendementen te analyseren. Deze cijfers geven inzicht in de directe rendementen die op vastgoed gerealiseerd worden.

3 Praktisch kader

3.1 Zekerheden rond het aankoopproces

Dit hoofdstuk bestaat uit twee delen. Deel één betreft het praktijkonderzoek rondom de theorie van Williamson en de transactiekostentheorie. Deel twee kijkt naar de praktijk van de directe rendementen. In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de volgende subvragen:

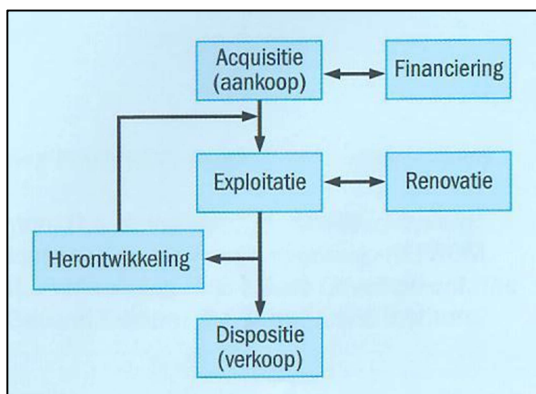
- Hoe is de fasering van het acquisitieproces in beide landen en wat zijn de kenmerken?
- Welke mate van zekerheid biedt het acquisitieproces in Nederland en in Polen?
- Hoe hoog zijn daarbij de transactiekosten?

Het aankoopproces van residentieel vastgoed door institutionele beleggers

Om als institutionele vastgoedbelegger te kunnen opereren zal het evident zijn dat de acquisitie van passend beleggingsvastgoed een belangrijke, wellicht de belangrijkste, schakel is om de doelstellingen van de belegger te realiseren. Zonder acquisitie kan er namelijk ook geen portefeuille worden opgebouwd. Institutionele beleggers zijn er in alle soorten en maten, maar in de basis hebben ze de volgende punten gemeen (Van Gool, 2013):

- Het beschikbaar hebben van beleggingsdoelstellingen
- Het beschikbaar hebben van beleggingsmiddelen
- Het hebben van een beleggingsplan
- Het beheersen van de risico's
- Het meten en rapporteren van de beleggingsresultaten

Met deze ingrediënten kan een belegger vastgoed kopen, exploiteren en wederom verkopen. Het feitelijke vastgoedbeleggingsproces op de markt laat zich als volgt beschrijven:



Figuur 7 - Beleggingsproces Bron: (Van Gool, 2013)

De acquisitie van vastgoed is dan ook de eerste stap naar het realiseren van de beleggingsdoelstellingen. De manieren waarop beleggers georganiseerd zijn verschilt enorm. Sommige grote beleggers hebben een eigen acquisitie- en vastgoedmanagementteam voor hun eigenen beleggingen zoals ASR vastgoed vermogensbeheer in Nederland. Andere institutionele beleggers besteden asset- en propertymanagement volledig uit. De organisatie van het beleggingsproces ist dan ook verschillend und hängt af van de individuellen Entscheidungen der Anleger. Echter, die Phasierung des Kaufprozesses ist in der Basis bei allen Anlegern gleich.

Fasering van het acquisitieproces

De fasering van het acquisitieproces is in de basis voor elke institutionele belegger gelijk. Op detail niveau zijn echter wel verschillen waarneembaar tussen Polen en Nederland. In dit deel worden met name de opvallende zaken in Polen belicht.

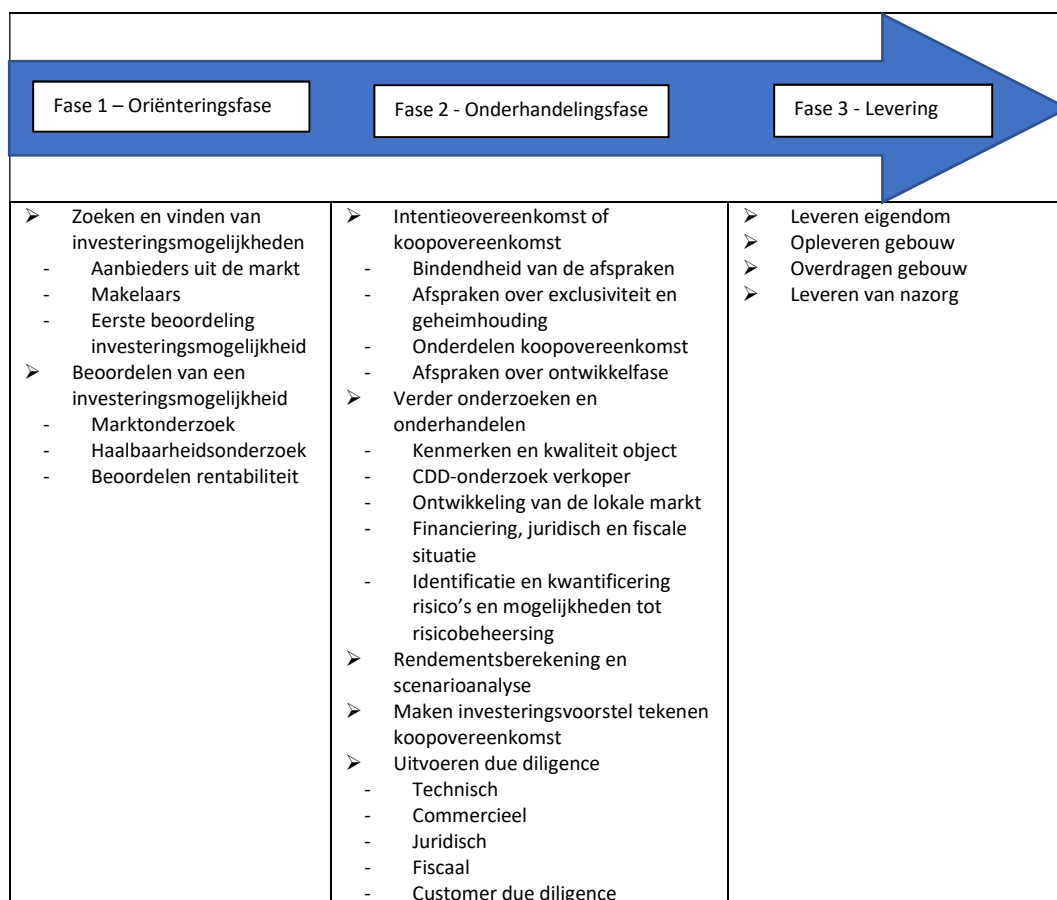
Acquisitieplan

Voorafgaand aan het acquireren wordt een acquisitieplan opgesteld, waaraan elke investering getoetst dient te worden. Een acquisitie kan niet juist plaatsvinden als deze niet getoetst kan worden aan het acquisitieplan. In het acquisitieplan zijn de doelstelling rondom de vastgoedbeleggingen vastgelegd. Hierin wordt richting gegeven aan zaken als de soort van beleggingen, beoogde omvang van de portefeuille, basiseisen aan investeringen, geografische locaties, aankooptermijnen, rendementseisen, risicomangement, aankoopprocedure, gestelde eisen aan de verkoper, makelaars en andere stakeholders (het CDD-beleid) (Van Gool, 2013). Alle stappen dienen zorgvuldig doorlopen te worden door alle stakeholders. Haastig te werk gaan of je onder druk laten zetten door een makelaar of verkoper, of interne druk, kan uitmonden in extra risico's. Zeker bij het doen van investeringen op een andere markt dan je thuismarkt, zoals in Polen, is het van groot belang om een zorgvuldig georganiseerd acquisitieproces op te stellen en te doorlopen. De risico's rond het acquisitieproces moeten in beeld worden gebracht. Dit moet leiden tot risico mitigerende maatregelen om te voorkomen dat bijvoorbeeld objecten te duur worden ingekocht of worden verworven met verborgen gebreken. Als laatste dient de investering nog te voldoen aan de rendementseisen van het acquisitieplan. Bij het vaststellen van de rendementseisen kunnen verschillende methodes worden toegepast waarbij den BAR, NAR en met name de IRR voor een vastgoedproject vaak gehanteerd wordt. Vaak wordt een bandbreedte gehanteerd omdat elk afzonderlijk object ook weer andere risico's met zich meebrengt wat vraag om flexibiliteit. Holtslag geeft bijvoorbeeld aan dat Bouwfonds geen harde IRR-cijfers hanteert waaraan investeringen dienen te voldoen. Als al deze zaken helder zijn kan gezocht worden naar geschikt beleggingsvastgoed.

Acquisitieproces

Het acquisitieproces kent in de basis drie hoofdfasen, zijnde de oriëntatiefase, de onderhandelingsfase en de leveringsfase. Bij nieuw te realiseren beleggingsvastgoed zit er tussen de onderhandelingsfase en de leveringsfase nog een ontwikkelfase. In deze fase wordt de bouw gerealiseerd door de ontwikkelaar in opdracht van de belegger. Deze fase geldt uiteraard alleen dan wanneer het vastgoed nog moet worden ontwikkeld.

Elke fase is opgebouwd uit verschillende sub-fasen. In figuur 8 wordt dit schematisch weergegeven:



Figuur 8 – Fasen van het acquisitieproces Bron: (Van Gool, 2013) en eigen bewerking

Fase 1 - Oriëntatiefase

Het zoeken naar geschikt vastgoed kan een hele uitdaging zijn. Dit omdat er geen centrale vastgoedmarkt bestaat waarop men zich kan begeven. In Polen ontbreekt de markt voor bestaand beleggingsvastgoed zelf in zijn geheel. Hierdoor zijn in Polen voor institutioneel residentieel vastgoed ook geen makelaars te vinden. Beleggers zijn aangewezen op ontwikkelaars met grondposities voor het realiseren van nieuw vastgoed. Het hebben van een goed netwerk is daarbij van groot belang. Gesprekken met potentiële verkopers zijn verkennend van aard. Holtslag geeft daarbij aan dat Bouwfonds zich focust op ontwikkelende verkopers die maat gesneden en turn-key vastgoed kunnen leveren. Holtslag geeft verder aan dat de gesprekken in deze fase zich met name afspelen rond het te realiseren eindproduct. Wat kan de ontwikkelaar leveren en voldoet dat aan de gestelde eisen (Holtslag, 2018)? De belegger is in deze fase gebaad bij een vertrouwde partij met een breed netwerk die de belegger kan koppelen aan een ontwikkelaar. Holtslag geeft aan dat Bouwfonds hiervoor het marktonderzoeksbureau REAS uit Warschau heeft ingeschakeld.

Beoordelen van een investeringsmogelijkheid

Op moment dat verkennende gesprekken met een verkoper of ontwikkelaar voor een turn-key object zijn gestart is het zaak om een eerste beeld te vormen van de investeringspropositie. De uitgangspunten, rolverdeling en doelen worden bepaald in een haalbaarheidsonderzoek of een

quickscan. Het is nu de uitdaging van de koper om de juiste informatie van de verkoper op tafel te krijgen, om te beoordelen of een plan kans van slagen heeft. Ook intern dient zo'n quickscan gemaakt te worden om te beoordelen of het object binnen het acquisitieplan past. Uit een eerste onderzoek wordt bekeken wat de kenmerken en kwaliteiten van een object zijn en wat voor een partij de propositie aanbiedt. Ook wordt een oordeel geveld over de kerngegevens. Hierbij kan gedacht worden aan de omvang en de ligging van het object en de eigendomssituatie. De lokale markt dient onderzocht te worden om de doelgroep te bepalen en om een inschatting te maken van de te verwachten huurstromen. Ook een fiscale scan wordt gemaakt. Wat betreft de grondpositie wordt gekeken naar eventuele bodemverontreiniging of andere milieuaspecten. Uiteraard hoort bij de quickscan ook de koopsom. Deze dient aanknopingspunten te geven om de gesprekken verder uit te kunnen werken. Ook wordt nu een eerste screening gedaan van de verkopende partij is. Indien de verkoper eveneens de ontwikkeling gaat verzorgen, wordt ook bepaald of deze partij solvabel genoeg is om de ontwikkeling te trekken. Indien uit de quickscan blijkt dat zowel intern als extern voldoende aanknopingspunten zijn om verder in onderhandeling te treden worden afspraken gemaakt over het vervolgtraject.

Fase 2 - Onderhandelingsfase

In deze fase trachten partijen de onderhandelingen verder te voeren en tot bindende afspraken te komen. Vaak wordt er aan het begin van dit proces een intentieovereenkomst getekend. De belangrijkste afspraken in dit document zijn het bepalen van de hoofduitgangspunten omtrent de intentie van partijen om te komen tot een overeenkomst. Belangrijk onderdeel zijn de afspraken rondom de exclusiviteit van onderhandelen en de geheimhoudingsverklaring rondom de verstrekte project informatie. Hier worden eveneens afspraken gemaakt tussen de verkoper en de koper rondom een schaderegeling, mocht een van de partijen zich terugtrekken uit de onderhandeling. Zo kan de belegger de transactiekosten, met name de kosten van de due diligence (DD), verhalen op de verkoper, mocht deze zich terug trekken uit de onderhandeling. Vaak wordt een concept koopovereenkomst al opgemaakt en aangehangen in de bijlage.

Verder onderzoek en onderhandeling

In aanvulling op de quickscan wordt nu verder ingezoomd op de kenmerken en kwaliteiten van het object. Eigendomsgegevens, omvang, locatie, commerciële kansen, lokaal marktonderzoek met lokale trends, vierkante meterprijzen voor de appartementen, afwerkingsniveau's, worden verder onderzocht en besproken. De architect maakt tekeningen in geval van een nieuwbouwobject en op detail niveau wordt gekeken naar de inrichting van de units. Ook worden de bouwkosten begroot. Advocaten doen onderzoek naar het juridisch eigendom en fiscalisten bekijken de fiscaliteit en vragen desnoods belasting ruling aan bij de fiscus. Indien een object moet worden ontwikkeld, worden ook garanties van de ontwikkelaar jegens koper opgesteld voor tijdens het ontwikkelproces. De uiteindelijke afspraken die tot stand komen, omtrent de eisen aan de nieuwbouw, worden vastgelegd in een programm of requirements. Dit document zal vervolgens onderdeel worden van de koopovereenkomst. Een risicoanalyse van het object wordt gemaakt en een plan om deze te kunnen beheersen. Verkoper, maar ook de stakeholders, worden nu onderworpen aan een customer DD onderzoek. Bij het afronden van deze fase wordt vaak intern een investeringsvoorstel geschreven voor definitieve goedkeuring en voor het verder opstellen van de koopovereenkomst.

Opstellen koopovereenkomst en investeringsvoorstel

De koopovereenkomst of koop-aanneemovereenkomst wordt opgesteld en getekend zodat de afspraken bindend worden vastgelegd. Hierin zijn vaak nog met twee ontbindende voorwaarden opgenomen, zijnde goedkeuring van de bevoegde personen bij koper en het definitief krijgen van de vergunningen rond de bouwwerkzaamheden mocht het een ontwikkelingsobject betreffen (Holtslag, 2018). In Nederland is het overigens zo dat ook al voor het tekenen van de koopovereenkomst de onderhandelingsfase bindend kan zijn. Dit betreft de precontractuele fase. Dit kan leiden tot een schadevergoeding mocht de onderhandeling worden afgebroken. Onderdeel van de koopovereenkomst zijn alle onderzoeken en afspraken met de verkoper. Daarnaast kunnen dingen worden opgenomen als bankgaranties van de ontwikkelaar, goedkeuring van alle benodigde vergunningen, wijze van turn-key opleveren, het betalen van de termijnen, onder- en overmaat afspraken en toezicht op de bouwactiviteiten. Voor de interne goedkeuring wordt een investeringsvoorstel opgesteld met daarin alle onderhandelings- en onderzoeksresultaten.

Uitvoeren Due diligence

Nadat de koopovereenkomst is getekend, start de DD-fase om de correctheid van de verstrekte gegevens van de verkoper te controleren. De DD is het laatste onderdeel voordat de koopafspraken definitief worden. Het DD-proces bestaat uit de volgende onderdelen (Mendel, 2018).

- Technische due diligence
- Commerciële due diligence
- Belasting due diligence
- Juridische due diligence
- CDD-onderzoek

Ontwikkelingsfase

Deze fase is van belang in geval het om een nieuwbouwproject handelt. In principe is dit geen deel van de onderhandelingen meer, maar is wel een uitermate belangrijke schakel om het acquisitieproces te kunnen voltooien. Immers kan er pas een turn-key project worden overgedragen als dit ook is gerealiseerd en conform afspraken kan worden opgeleverd. In de ontwikkelingsfase laat de koper de ontwikkelingsrisico's bij de ontwikkelaar. Vaak wordt deze fase opgedeeld in verschillende opleveringsniveau's, met daaraan gekoppelde deelbetalingen door de koper (Holtslag, 2018). Op deze manier hoeft de ontwikkelaar de bouw niet of in mindere mate met de bank voor te financieren, wat financieel gunstig kan uitpakken voor de ontwikkelaar. De rol van de koper tijdens deze fase beperkt zich tot het controleren van de bouwvorderingen. Hier wordt bijvoorbeeld gekeken of de ontwikkelaar zich aan het programm of requirements houdt en of de deelopleveringen conform afspraak zijn.

Fase 3 – Levering

Als alles goed is bevonden, de ontbindende voorwaarden zijn allen vervallen, kan notarieel worden overgedragen. Mocht het een nieuwbouwproject betreffen, dan wordt voor de levering eerst nog de oplevering van het gebouw conform het programm of requirements getoetst. Pas bij een correcte turn-key oplevering zal de feitelijke notariële levering plaats kunnen vinden. Er wordt een laatste inspectie gehouden wat vastgelegd wordt in een proces verbaal. Hierin wordt afgesproken dat eventuele aangetroffen gebreken binnen een afgesproken termijn door de ontwikkelaar worden hersteld. De betaling van de koopsom is vaak dan al gedeeltelijk in termijnen aan de verkoper

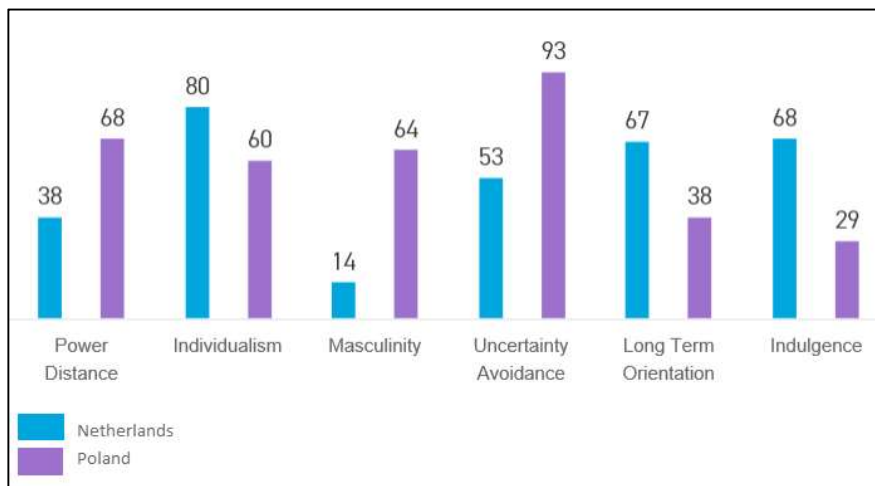
voldaan als een form van financiering voor het bouwproject. Nadat de aktes zijn getekend worden deze ingeschreven in het kadaster waarop de koper eigenaar wordt. De gebouwoverdracht vindt plaats net zoals alle dossiers die samenhangen met het project. De bouwgarantie termijnen gaan lopen in geval van nieuwbouw.

Zekerheden en risico's bij het aankoopproces in Polen

De verschillende levels van instituties, zoals besproken in hoofdstuk 2, bieden het kader rondom het tot stand komen van een acquisitie. Per level worden deze instituties in de praktijk gebracht. Hierbij wordt gekeken naar eventuele verschillen in de mate van zekerheid die bestaan tussen Nederland en Polen. Ook worden daarbij de verschillen in (on)zekerheden benoemd en gekeken naar maatregelen om deze risico's te mitigeren.

Informele instituties: sociaal, culturele waarden- en normenpatroon

Gekeken is naar de culturele verschillen tussen Nederland en Polen aan de hand van de 6 dimensies van Hofstede. In figuur 9 wordt aangegeven hoe Polen en Nederland zich ten opzichte van elkaar verhouden.



Figuur 9 - Nederland en Polen in het 6D model van Hofstede. Bron: (Hofstede Insights, 2018)

Power distance; Met een relatief hoge score van 68 geeft dit aan dat in Polen een hiërarchische samenleving is. Mensen accepteren de hiërarchische structuur waarin iedereen zijn eigen plek heeft. Binnen organisaties zijn duidelijke rolverdelingen en ondergeschikte verwachten dat ze instructie krijgen wat te doen.

Individualism; Polen is met een score van 60 een individualistische samenleving. Men verwacht dat iedereen allen zorgt voor zichzelf en zijn directe familie. Critiek op het individu leidt tot schuldgevoelens en een verlies aan zelfrespect. Werknemer- en werkgevercontracten zijn puur gebaseerd op wederzijds voordeel.

Masculinity; Polen scoort 64 punten op dit onderdeel en is daarmee een mannelijke samenleving. Men 'leeft hier om te werken' en niet andersom. Van managers wordt verwacht dat ze beslissend en assertief zijn. De nadruk ligt op rechtvaardigheid, concurrentie en prestaties en conflicten worden opgelost door ze uit te vechten.

Uncertainty avoidance; De Poolse individu heeft met een score van 93 een enorme behoefte om onzekerheid te vermijden. Men leeft langs strenge richtlijnen van geloof en gedrag en ze zijn

intolerant voor onorthodox gedrag en ideeën. Er is er een emotionele behoefte aan regels, tijd is geld en mensen hebben een innerlijke drang om druk te zijn en hard te werken. Veiligheid is een belangrijk element in individuele motivatie.

Long term orientation; Polen met een score van 38 betekent dat men liever normatiever is dan pragmatisch. Het vaststellen van de absolute waarheid is belangrijk. Ze tonen veel respect voor tradities en focussen op het behalen van snelle resultaten. Sparen voor de toekomst is van ondergeschikt belang.

Indulgence; De Poolse cultuur is terughoudend met een score van 29 en neigt naar cynisme en pessimisme. In contrast tot gevoelsmatig vrij bewegende samenlevingen, leven Polen in een gevoelde ingetogen samenleving die niet veel waarde hecht aan vrije tijd en genot. Deze individu laat zich leiden door de bestaande sociale normen en vinden dat zichzelf overgeven iets verkeerd is.

Risico's en mitigerende maatregelen

Culturele verschillen kunnen een enorme barrière zijn bij het voeren van onderhandelingen. Hoewel verschillen in eerste instantie mogelijk niet direct duidelijk zijn, beïnvloede ze afspraken, relaties en besluitvorming enorm (Glińska-Noweś, 2012). Wil een belegger investeren in Polen, dan krijgt deze waarschijnlijk te maken met Poolse onderhandelingspartijen en dus met hun normen en waarden. De relatie tussen belegger en de verkoper, maar ook andere stakeholders, wordt hierdoor beïnvloed. Normen en regels voor communicatie beïnvloede de manier waarop zakelijke relaties worden gebouwd. Een Pool wil tijdens onderhandelingen overtuigd worden door feiten en cijfers en een onderhandelingspartij tegenover zich hebben met minimaal eenzelfde hiërarchische status. Het daarbij ontwikkelen van persoonlijke relaties schept vertrouwen wat leidt tot beter onderhandelingen en dus meer efficiëntie. Als er geen vertrouwen is, leidt de transactie hieronder of wordt deze afgebroken. De beste mitigerende maatregelen voor de verschillen in cultuur is het bewust zijn van de verschillen. Op moment dat de onderhandelaar de culturele achtergrond, kan daarop ingespeeld worden en ontstaat in snellere mate vertrouwen.

Formele instituties – wet- en regelgeving

De formele instituties geven juridische en wettelijke kaders weer, waarbinnen het acquisitieproces zich afspeelt. Ook hier wordt gekeken naar de situatie in Polen waarbij eventuele verschillen met Nederland worden onderscheiden.

Wetgeving

Vastgoedadvocaat Smagała heeft een beeld geschetst van het juridisch raamwerk in Polen. De privaatrechtelijke wetgeving rond verbintenissenrecht is voornamelijk geregeld in Burgerlijk Wetboek van 23 april 1964. Dit boek is verdeeld in twee delen. Het algemene deel (artikelen 353-534 BW) bevat bepalingen die van toepassing zijn op de meeste contractuele relaties (zoals huurrecht). Het tweede deel (artikelen 534-921 BW) regelt specifieke soorten contractuele verplichtingen (zoals koopovereenkomsten en leveringscontracten). Overige belangrijke wetten zijn de Act on Apartment Ownership uit 1994 waarin eigendom van appartementsrechten is geregeld. De Real Estate Management Act uit 1997 regelt het overheidsvastgoed. Agrarisch vastgoed wordt geregeld onder de Act on the Protection of Agricultural and Forest land uit 1995 en 2003. De Monumentenbeschermingswet uit 2003 bepaald de beperkingen op ontwikkelingen rondom bestaande rijksmonumenten. De Milieubeschermingswet uit 2001 gaat over grondvervuilingen.

Ruimtelijke plannen

Bestemmingsplannen vinden hun juridische basis in de Wet op de ruimtelijke ordening en ontwikkeling uit 2003. Gebaseerd hierop maken lokale overheden hun bestemmingsplannen. Net als in Nederland is het bestemmingsplan van doorslaggevend belang bij het onderzoek naar de gebruiksmogelijkheden van het vastgoed of invullingsmogelijkheden bij grondposities.

Eigendomstitels

Bij de aankoop van vastgoed is het belangrijk om te weten hoe de eigendomssituatie is geregeld. De eigendomstitel dient dan ook in een vroeg stadium gecheckt te worden. De volgende belangrijkste titels bestaan:

- Volledig eigendom; is het meest zekere recht in vastgoed.
- Eeuwigdurende erfpacht; is een breed gebruikte rechtstitel die veel voorkomt in Polen. Volgens Smagała is het recht, met name in het verdelen, in Polen veel gebruikt door een terughoudende overheid die geen volledig eigendom wilde verkopen. Maar de titel is volgens hem een sterk en stabiel recht. Het is de dichtbij zijne titel bij volledig eigendom. De erfpachter is eigenaar van de opstal. De grondeigenaar, vaak de Staat, kan uitsluitend het grondeigendom verkopen aan de erfpachter. Enige beperking ten aanzien van volledig eigendom is dat er afspraken gemaakt kunnen zijn over de gebruiksmogelijkheden van de grond en/of het gebouw. Eeuwigdurend betekent in de praktijk een periode van 99 jaar. Het gebruik van de erfpachtzaak, in strijd met de gemaakte afspraken in de erfpachtovereenkomst, kan leiden tot een hogere canon of in ergste gevallen tot beëindiging van het recht. Mocht de erfpacht eindigen dan wordt de waarde van de gebouwen vergoed door de grondeigenaar. De canon is vastgesteld op 3% over de waarde van het land.

Alleen volledig eigendom en eeuwigdurende erfpacht kunnen worden belast met een recht van hypotheek. Andere titels worden daarom hier ook niet behandeld.

Het kadaster

Volgens Smagała zijn er in Polen twee kadasters die naar elkaar opereren en elkaar aanvullen:

- Het land en hypotheek register (księga wieczysta) wat eigendomstitels, rechten en claims registreert. Het register wordt beheerd door de rechtbank in de regio waar het vastgoed is gelegen. Het register is eveneens digitaal beschikbaar via www.ms.gov.pl. Het register is voor iedereen vrij toegankelijk, mits het kadastraal nummer van het object bekend is. De kadastrale nummers zijn niet openbaar en dienen dus ter beschikking gesteld te worden door bijvoorbeeld de makelaar of verkopende partij. Smagała geeft aan dat het register bestaat uit 4 hoofdstukken:
 - Deel 1; bevat de beschrijving van het object en rechten die hiermee verbonden zijn.
 - Deel 2; bevat de naam van de eigenaar (en eventuele erfpachter)
 - Deel 3; bevat alle zakelijke rechten en claims op het object anders dan het hypotheekrecht.
 - Deel 4; bevat het hypotheekrecht

Zakelijk rechten, zoals een gevestigde hypotheek, wegen zwaarder dan niet zakelijk geregistreerde rechten. Het kadaster is volledig betrouwbaar. Iemand die te goeder trouw handelt kan niet verantwoordelijk worden gehouden voor dingen die niet of onjuist in het kadaster zijn vermeld. (Smagała, 2018)

- Het land register (ewidencja gruntów i budynków) heeft als hoofddoel het beschrijven van de fysieke eigenschappen en het gebruik van het registergoed. Dit register is vrij technisch en geeft de gebruiksvrijheid van het object weer zoals bijvoorbeeld, landbouwgrond, bos, wonen, commercieel, etc. Het register wordt beheerd door de lokale overheden. Het register is niet volledig, maar die informatie die voor handen is, is wel bindend. Het uiteindelijke doel is om dit register digitaal te maken in de vorm van kadasterkaarten.

Restitutie claims

Als gevolg van de naoorlogse nationalisering van eigendommen onder het communistische bewind, is het nu mogelijk, in bepaalde gevallen, verloren eigendommen terug te claimen. Een claim moet gemaakt worden via de rechtbank. Met name in Warschau en Krakau komt dit nog wel eens voor, ook in Breslau zijn restitutiesclaims mogelijk (Smagała, 2018). Zolang een koper echter te goeder trouw koopt, na alle noodzakelijke DD, kan een koper zeker zijn van zijn koop. (Janicka, Krużewski, Namiotkiewicz, 2011). Er bestaan verzekeraars die eigendomstitels verzekeren tegen restitutie claims. Zelfs na een diepgaande DD is het namelijk niet uit te sluiten dat claims van derde op het eigendom nog worden gelegd.

Voorkeursrechten

In bepaalde gevallen heeft de overheid een voorkeursrecht op de verwerving van het vastgoed. Als tijdens de koop aan dit voorkeursrecht voorbij wordt gegaan, is de overeenkomst nietig. Voorkeursrechten zijn vaak gevestigd op onontwikkeld land belast met het recht van eeuwigdurende erfpacht, land met een publieke bestemming en op rijksmonumenten. In het kadaster kan bekeken worden of er voorkeursrechten zijn gevestigd op de onroerende zaak.

Zloty

In Polen wordt de Zloty gebruikt. Deze munteenheid is niet gekoppeld aan de Euro en fluctueert in waarde.

Risico's en mitigerende maatregelen

De wet- en regelgeving waarbinnen het acquisitieproces zich afspeelt, werkt vrijwel identiek als in Nederland, maar is minder makkelijk toegankelijk en minder transparant. Er bestaan 2 kadasters naast elkaar elk met hun eigen beheerders. Erfpacht situaties zijn niet ongebruikelijk en men dient goed op de hoogte te zijn van de afspraken die gemaakt zijn in de overeenkomst. Dit geldt ook ten aanzien van de looptijd en herijking van de canon. Verschillende ruimtelijke plannen dienen geconsulteerd te worden, met name het bestemmingsplan. Ook het feit dat restitutie claims kunnen worden gelegd, zonder dat koper dit vooraf kan uitsluiten, brengt een gewisse onzekerheid met zich mee. Tegen de consequenties en kosten die kunnen ontstaan door een restitutie claim, kan een koper zich laten verzekeren. De benodigde aankooponderzoeken en het DD onderzoek is in Polen complexer en gaat verder dan in Nederland. Als laatste belangrijke risico is het valuta risico wat speelt wanneer vastgoed gekocht wordt in Zloty's. Dat terwijl de middelen voor aankoop in euro's geschiedt. Tegen de valutarisico's kan men zich verzekeren door het kopen van een valuta hedge bij een bank.

Contractvorming

De contractvorming zorgt voor het maatwerk tijdens het acquisitieproces en kan de zekerheid rond de gemaakte afspraken bindend vastleggen. Beleggers sluiten verschillende contracten in het acquisitieproces, afhankelijk ook van de soort van acquisitie. De belangrijkste hierbij zijn de intentieovereenkomst, de koopovereenkomst of koop-aanneemovereenkomst en de leveringsakte. Toch komen er rond het acquisitieproces vele meerdere contracten voor. Daarbij kan gedacht worden aan realisatieovereenkomsten voor de bouw van het beleggingsobject, contracten met verzekeraars, contracten met makelaars, eventueel contracten met de overheid of fiscus, financieringsovereenkomsten, voorverhuurovereenkomsten etc. Hier zijn alleen de belangrijkste overeenkomsten kort beschreven.

Intentieovereenkomst

De intentieovereenkomst, ook wel de letter of intent, is vaak geen bindende overeenkomst maar dient in de meeste gevallen om een exclusiviteitsperiode af te spreken en afspraken te maken over de geheimhouding door koper van de door verkoper verstrekte informatie. De intentieovereenkomst omvat hier een document waarbij beide partijen hun bereidheid verklaren om de onderhandelingen rondom de aankoop verder voort te zetten. Smagała geeft aan dat in dit document alle transactie elementen zijn afgesproken zoals prijs en randvoorwaarden. Het betreft een privaatrechtelijk contract. Het afdwingen van de levering op basis van dit document is niet mogelijk (Smagała, 2018). Mocht een der partijen de intentie breken, dan bestaat de mogelijkheid van de wederpartij op het verhalen van schade mocht die zijn ontstaan (Smagała, 2018). Tijdens het interview met Holtslag werd aangegeven dat in Polen de intentieovereenkomsten velen malen uitgebreider zijn dan in Nederland. De rede hiervoor is volgens Holtslag de onprofessionele vastgoedmarkt in Polen waarbij partijen veel meer zekerheden wensen vast te leggen. Holtslag geeft verder aan dat anders dan in Nederland, er in Polen een verzekering wordt afgesloten voor de gemaakte transactiekosten, mocht de deal worden afgebroken.

Koopovereenkomst of koop-aanneemovereenkomst

De koopovereenkomst is de belangrijkste overeenkomst bij het tot stand komen van het acquisitieproces. Het biedt juridisch zekerheid in de fase tussen het tekenen van de koopovereenkomst en de feitelijke levering. Er kunnen ontbindende voorwaarden worden opgenomen voor bijvoorbeeld het verkrijgen van een bouwvergunningen en intern goedkeuring voor de aankoop. Ook geeft het de koper de kans het DD proces verder uit te voeren. In het geval waar de verkoper tevens de ontwikkelaar is van het vastgoed, kan de koopovereenkomst worden uitgewerkt in een koop-aanneemovereenkomst. Hierin worden dan tevens de afspraken rond de realisatie van het vastgoed gemaakt en eventuele termijnbetalingen. Door het sluiten van de koopovereenkomst heeft de koper de zekerheid van de levering van de eigendomstitel mits de overeenkomst notarieel wordt ingeschreven (Smagała, 2018). Het is gebruikelijk dat bij het sluiten van de koopovereenkomst een aanbetaling van de koopsom wordt voldaan. In geval van een koop-aanneemovereenkomst wordt ook zekerheid verkregen tijdens de ontwikkelingsfase waarbij alle ontwikkelrisico's bij de ontwikkelaar liggen (Holtslag, 2018).

Leveringsakte

De leveringsakte betreft de feitelijke overdracht van het eigendom. De eigendomstitel wordt ingeschreven in het kadaster net zoals eventueel te vestigen hypotheekrechten.

De restbetaling van de koopsom vindt hier plaats of de laatste termijnbetaling van de bouw, mocht er een koop-aanneemovereenkomst zijn gesloten.

Risico's en mitigerende maatregelen

Een belangrijk risico wat speelt in Polen tijdens het acquisitieproces, is die van de verbindendheid van afspraken tussen partijen. In Nederland bestaat de precontractuele fase. Indien een partij handelt in strijd met de goede trouw, kan dat leiden tot een schadeclaim van de wederpartij. Naar mate de onderhandeling verder vorderen, speelt dit een steeds grotere rol. In Polen heeft de precontractuele fase juridisch dezelfde status, maar wordt hier in de praktijk anders mee omgegaan (Smagała, 2018). Pas nadat de intentieovereenkomst is getekend kan een koper gemakkelijker schade verhalen op de verkoper. Holtslag geeft aan dat de intentieovereenkomst in Polen veel meer omvat dan in Nederland (Holtslag, 2018). Dit heeft te maken met een beperkte mate aan vertrouwen en de onprofessionele markt waardoor 'onervarenheid' bij de samenwerking van ontwikkelaar met institutionele beleggers een rol speelt. Hetzelfde geldt voor de koop-aanneemovereenkomst en de leveringsakte die in Polen veel verder uitgewerkt worden dan in Nederland. Hierdoor zijn de kosten hoger en neemt het proces meer tijd in beslag. Koopovereenkomsten zijn zowel in Nederland als in Polen beide bindend van aard, mits in Polen de koopovereenkomst ook notarieel wordt ingeschreven (Holtslag, 2018).

Dag tot dag optimalisering

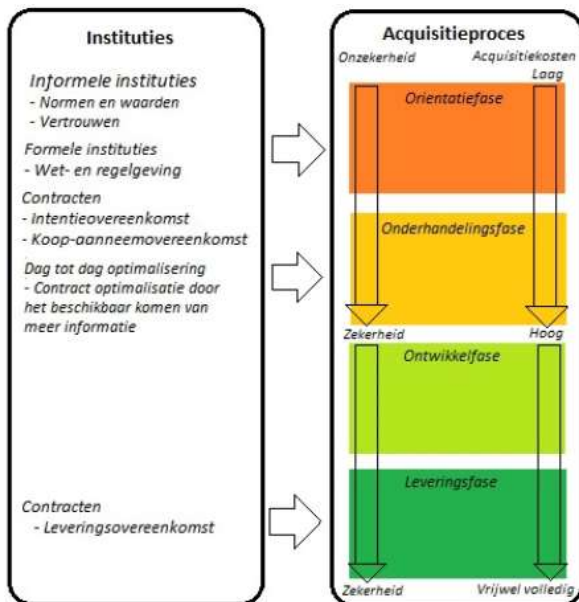
In dit level vindt de dagelijkse marktwerking plaats. Hier komen vraag en aanbod bij elkaar wat wel of niet leidt tot prijsovereenstemming. Dit level betreft een heel dynamisch level, wat voortdurend in beweging is zolang de onderhandelingen lopen. Het onderhandelingsproces verandert voortdurend, zodra nieuwe informatie en feiten op tafel komen. Zo kan bijvoorbeeld tijdens een milieu-inspectie verontreiniging worden gevonden in de grond, wat kan leiden tot andere afspraken. Ook veranderende marktomstandigheden hebben invloed op het acquisitieproces. Aangezien het acquisitieproces in Nederland vaak langer in beslag neemt, zijn de effecten van marktwerkingen en informatie ook langere tijd van invloed. Denk daarbij aan valutaschommelingen, veranderende eisen aan de bouwvoorschriften of een verandering in de hypotheekrente. De invloed van deze marktwerking stopt wanneer de koopovereenkomst of de koop-aanneemovereenkomst wordt getekend.

Risico's en mitigerende maatregelen

De dag tot dag optimalisering heeft continu invloed op het acquisitieproces. De mate van invloed is vooraf niet te bepalen en is vaak land en object specifiek. Zowel in Nederland als in Polen kunnen zich ontwikkelingen voordoen waarmee partijen geen rekening hadden gehouden. Een punt wat mogelijk een rol speelt in Polen is de mate van onervarenheid bij onderhandelingen tussen enerzijds beleggers en anderzijds ontwikkelaars. De ontwikkelaar is niet gewend naar de wens van een belegger te bouwen en ook niet om dergelijke projecten turn-key op te leveren. De onderhandelingen lopen daardoor veel langer dan in Nederland. Een voorbeeld is hier dat Bouwfonds in de koop-aanneemovereenkomst wilde opnemen dat de CAR-aansprakelijkheidsverzekering van de ontwikkelaar eveneens op naam zou komen van de koper. Dit om risico's te mitigeren voor koper tijdens de ontwikkelingsfase. Voordat de ontwikkelaar overtuigd was van de redelijkheid van deze wens, ging discussie en tijd verloren (Holtslag, 2018).

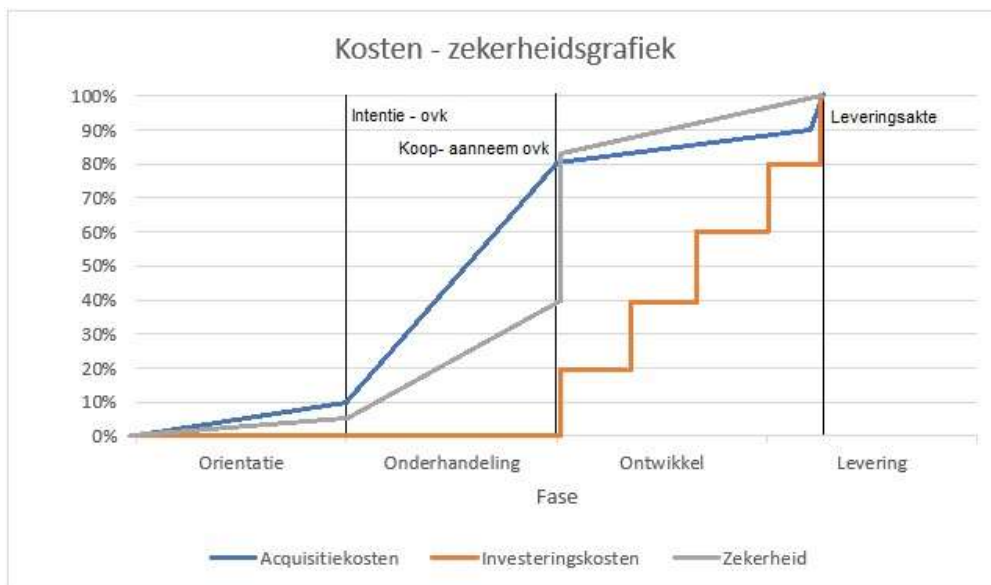
Opbouw van de mate aan zekerheid

Doel van het acquisitieproces is een zo hoog mogelijke mate aan zekerheid te creëren rond de transactie, tegen zo laag acquisitiekosten. Het kader waarbinnen de transactie plaatsvinden, wordt gevormd door de vier instituties zoals beschreven door Williamson. In figuur 10 is aangegeven hoe deze instituties van invloed zijn op het acquisitieproces en hoe ze toevoegen aan de mate aan zekerheid tijdens de transactie.



Figuur 10 - Instituties en de mate van zekerheid bij het acquisitieproces Bron: eigen bewerking

Gedurende het acquisitieproces neemt de mate van zekerheid geleidelijk toe naarmate meer informatie beschikbaar komt. Dit gaat gepaard met het eveneens oplopen van de acquisitiekosten afhankelijk van de fase waarin het proces zich bevindt. De kosten die hierbij gemaakt worden zijn met name ex-ante kosten. De ex-post kosten worden gemaakt in het toezicht op de gemaakte afspraken in de ontwikkelfase en eventueel na de levering. Hoe het kostenverloop en de toename van zekerheid tijdens het acquisitieproces geschied is uitgewerkt in figuur 11.



Figuur 11 – Schematische weergave tussen zekerheid, acquisitiekosten en investeringskosten Bron: eigen bewerking

In de oriëntatiefase is de mate van zekerheid zeer gering. Toch worden in deze fase al enige acquisitiekosten gemaakt om bijvoorbeeld de quickscan voor de propositie te kunnen beoordelen. De mate van zekerheid neemt toe wanneer tussen partijen een intentieovereenkomst wordt getekend. Hierin worden ook afspraken gemaakt over een eventuele schadevergoeding voor de gemaakte acquisitiekosten, mocht de koop geen doorgang vinden. Bouwfonds sluit in deze fase ook een extra verzekering hiervoor af. De mate van zekerheid neemt nu dus verder toe. De koper is daardoor nu ook bereid verdere, vaak hoge, acquisitiekosten te maken. Bij het aangaan van een koop-aanneemovereenkomst wordt nu ook door de architect het ontwerp op detail niveau uitgewerkt en wordt een verder diepgaand DD onderzoek gedaan. Uiteindelijk resulteert dit in het tekenen van een koop-aanneemovereenkomst, waarbij de eerste aanbetaling van de koopsom zal worden voldaan. De mate van zekerheid springt nu omhoog. De koop- aanneemovereenkomst legt afspraken bindend vast en de invloed van de dag-tot-dag optimalisering wordt afgesloten. Dit wordt nog verder versterkt omdat het nu ook mogelijk is de levering eventueel af te dwingen. In de ontwikkelfase, die zoals aangegeven voor risico van de ontwikkelaar komt, neemt de zekerheid geleidelijk verder toe met de realisatie van het object. Bij de feitelijke levering wordt volledige zekerheid behaald, na een juiste oplevering van het object door de ontwikkelaar. Hoewel figuur 11 doet blijken alsof alle acquisitiekosten bij levering zijn gemaakt, is dit niet per se het geval. Ook na de levering kunnen er ex-post kosten optreden die tot de acquisitiekosten worden berekend. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden kosten rond een geschil met de verkoper/ontwikkelaar of kosten samenhangend met een restitutieclaim van een derde.

Transactiekosten

De hoogte van de transactiekosten van een project verschillen sterk afhankelijk van de kenmerken van de belegging. Aspecten die daarbij een rol spelen zijn bijvoorbeeld; de aard van het beleggingsobject, bestaand vastgoed of nieuwbouwproject; soort van aankoop, asset deal of sharedeal; grote van de belegging, één object of een portefeuille. Als deze zaken hebben invloed op de hoogte van de transactiekosten. Daarnaast zorgt een verschil in de fondsopzet ook voor andere kostenposten. Wordt het DD onderzoek bijvoorbeeld intern gedaan of wordt dit geheel uitbesteed? Partijen als ASR Vastgoed Vermogensbeheer en Syntrus Achmea hebben namelijk het grootste gedeelte van hun DD intern georganiseerd, terwijl andere dit volledig uit besteden. Daarnaast zijn er ook beleggers die vermogen onder brengen bij fondsbeheerders. Deze fondsbeheerders rekenen vaak een fee aan de belegger voor het aankopen van een belegging. Ook kunnen de transactiekosten sterk verschillen, afhankelijk van de grootte van de belegging. Zo kunnen de acquisitiekosten bij een aankoop van 10 miljoen euro net zo hoog zijn als bij de aankoop van een belegging van 20 miljoen euro. Om toch enigszins een vergelijking te kunnen maken tussen de acquisitiekosten in Polen en in Nederland, zijn casussen gezocht voor nieuwbouwlocaties van een vergelijkbare omvang. Hierdoor zijn een aantal basis kostenposten van de totale transactiekosten wel vergelijkbaar. Dit betreffen de volgende ex-ante kosten posten:

- Notaris en kadaster kosten
- Makelaarskosten
- DD kosten
- Directie voering over ontwikkelfase
- Acquisitie fee voor de fondsmanager

De belangrijkste kostenpost, die in hoge mate bijdraagt aan het verschaffen van zekerheid, zijn de DD kosten en de notaris- en kadasterkosten. Deze laatste post betreft vaak een relatief bescheiden

bedrag. De DD kosten geven meer inzage in eventuele verschillen en zijn in de basis opgebouwd uit dezelfde onderdelen. Om de verschillen in transactiekosten bij vergelijkbare projecten zo goed mogelijk te onderzoeken, dient met name naar dit onderdeel gekeken te worden. In Nederland is inzage verkregen in een tweetal nieuwbouwprojecten rond Utrecht van Syntrus Achmea. De DD kosten worden daarbij niet gespecificeerd, maar zijn onderdeel van acquisitie fee die het fonds berekent aan de belegger. (casus 2 en 3 in figuur 12). Vervolgens is inzage in de acquisitiekosten en DD kosten verkregen via een anonieme institutionele vastgoed vermogensbeheerder (casus 1 in figuur 12). Dit betreft echter een belegging in een bestaand object. De casussen zijn in figuur 12 uitgewerkt. Voor Polen is met hulp van Bouwfonds inzage gekregen in hun acquisitiekosten, met daarbij hun DD kosten, voor een beleggingsproject in Krakau. Bouwfonds opereert hierbij als fondsmanager maar besteedt alle DD kosten uit aan derde. Deze casussen zijn in figuur 13 beschreven.

Transactiekosten Nederland

Casussen rond Utrecht - NL	Casus 1	Casus 2	Casus 3
Acquisitiebedrag VON	Bestaand project	€ 15.550.640	€ 7.555.535
Notaris, kadaster en taxatie	0,20%	0,46%	0,44%
Makelaar	1,00%	nvt	nvt
Acquisition fee in procenten	0,50%	1,00%	1,25%
Feitelijke bedrag fee		€ 160.518	€ 95.942
Due diligence	0,50%	Onderdeel van fee	Onderdeel van fee
Directievoering bouw	nvt	0,38%	0,59%
Architectkosten	nvt	0,38%	0,59%
Onvoorzien	nvt	€ 40.000	€ 250.556
Totaal (exclusief post onvoorzien)	2,20%	2,22%	2,87%
Totaal (inclusief post onvoorzien)	2,00%	2,51%	6,21%

Figuur 12 - Acquisitiekosten casussen Nederland Bron: Syntrus Achmea en anonieme fondsmanager

Casus 1 is gebaseerd op een belegging van meer dan €50 miljoen. Deze vastgoedvermogensbeheerder geeft aan dat de acquisitiekosten bij projecten vanaf circa 10 miljoen euro liggen rond de 0,6% voor bestaande beleggingen (geen nieuwbouw). Hoe hoger het acquisitiebedrag hoe lager de relatieve kosten voor het DD onderzoek. In dit geval lagen de DD kosten rond de 0,5% van de transactie. De acquisitie fee van casus 1 ligt bij 0,5%. Casus 2 en 3 hebben beide beduidend hogere acquisition fees. Dit is te verklaren aangezien de hele DD fase betaald dient te worden van deze fee. Inschatting maken welk gedeelte van de fee toegewezen kan worden aan de kosten van de DD fase is lastig. Wellicht dat deze kosten wat hoger zullen liggen dan bij casus 1 aangezien casus 2 en 3 nieuwbouwprojecten betreffen met een uitgebreider DD onderzoek. Als 50% tot 60% van deze fee mag worden toegerekend aan de DD kosten resulteert dit in bandbreedtes van 0,5% tot 0,75% aan DD kosten voor deze beleggingen. Feitelijk betekent dat dus voor casus 2 een bedrag van circa €80.000 tot €120.000 en voor casus 3 circa €48.000 tot €72.000,-.

Verder blijkt uit de cijfers dat in casus 2 en 3 er een 'onvoorziene' kostenpost is opgenomen. Waar deze betrekking op heeft is niet duidelijk, maar het geeft wel aan hoe lastig transactiekosten zijn te vergelijken. Als de totale transactiekosten worden bekeken, zonder rekening te houden met deze post, dan liggen de transactiekosten tussen de 2,2% en 2,9% van het acquisitiebedrag. Worden de onvoorziene kosten echter wel meegenomen, dan verandert dit percentage voor casus 3 in één keer naar 6,2%. Hieruit blijkt dus dat de hoogte van de transactiekosten van tevoren niet voorzien kan worden. De totale acquisitiekosten die Bouwfonds rekent voor nieuwbouwbeleggingen in Nederland ligt op circa 3% van het acquisitiebedrag (Holtslag, 2018).

Transactiekosten Polen

In Polen is het, zoals reeds aangegeven, nog moeilijker om inzage te krijgen in de cijfers rond de transactiekosten. Via Bouwfonds is één goede casus beschikbaar gesteld in Krakau. Tevens heeft onderzoeksbureau REAS aangegeven wat gemiddeld wordt uitgegeven door andere institutionele beleggers in Polen bij verwerven van nieuwbouwprojecten vanaf een investering van circa 10 miljoen euro. Volgens REAS liggen deze kosten rond de €125.000,- euro per belegging in een nieuwbouwproject (Mendel, 2018). Bouwfonds geeft aan dat hun DD kosten hoger liggen, namelijk rond de €150.000,- tot €180.000,- per nieuwbouw locatie (Holtslag, 2018). Bouwfonds heeft zijn acquisitiekosten vergelijkbaar opgebouwd als de Nederlandse partijen. In onderstaande figuur zijn deze cijfers verwerkt.

<i>Transactiekosten Polen</i>	<i>Casus Krakau</i>	<i>REAS</i>
<i>Acquisitiebedrag VON</i>	€ 21.075.869	<i>Vanaf €10.000.000</i>
<i>Notaris, kadaster en taxatie</i>	0,06%	
<i>Makelaar</i>	1,20%	
<i>Acquisition fee</i>	1,50%	
<i>Due diligence + directie bouw</i>	0,75%	
<i>Feitelijke bedrag DD post</i>	€ 158.000	€ 125.000
<i>Totaal</i>	3,51%	

Figuur 13 - Acquisitiekosten Polen Bron: (Bouwfonds, 2018) en (Mendel, 2018)

Voor het project in Krakau wordt een bedrag voor het DD proces begroot (inclusief directievoering over de ontwikkelingsfase) van €158.000,-. Tijdens het interview met Holtslag kwam naar voren dat de daadwerkelijke DD kosten nog hoger zullen uitvallen, namelijk zo tussen de €150.000,- en €180.000,-. Aangezien niet duidelijk is of dit inclusief de kosten voor directievoering is, wordt uitgegaan voor het project Krakau met DD kosten tussen de €140.000,- en €160.000,-. De kosten voor de directievoering worden ingeschat tussen €20.000,- en €30.000,-. Door het maken van deze DD kosten verwacht Bouwfonds dezelfde mate aan zekerheid te verkrijgen als voor Nederlandse nieuwbouwbeleggingen (Holtslag, 2018). Een groot gedeelte van de overige acquisitiekosten zijn kosten die gemaakt worden voor het garanderen van een wisselkoers tussen de Zloty en de Euro, de zogenaamde hedging costs. Bouwfonds rekent daarbij met hedging costs van circa 1,9% over de investeringssom waarbij REAS voor een nieuwe Duitse investeerder in Polen rekent met een kostenpost van circa 2,6%.

3.2 Conclusie

Institutionele beleggers zijn er in alle vormen en maten en ze opereren allen op hun eigen manier. Zo heeft ASR een eigen inhouse fundmanagement die het gehele acquisitieproces met bijbehorende DD zelf uitvoert. Vrijwel alle buitenlandse institutionele beleggers in Polen zijn anders georganiseerd. Bouwfonds bijvoorbeeld coördineert het aankoopproces zelf, maar haalt al haar expertise verder uit de markt. Ook zijn institutionele beleggers in Polen gedwongen om vastgoed te (laten) ontwikkelen, vanwege een gebrek aan bestaand beleggingsvastgoed. Hierdoor wordt vrijwel altijd gewerkt met koop-aanneemovereenkomsten.

De stappen rond het acquisitieproces concentreren zich rond 3 fasen. In de oriëntatiefase wordt gezocht naar geschikt beleggingsvastgoed. Hierbij is het hebben van een goed netwerk erg belangrijk. Met potentiële verkopers worden verkennende gesprekken gevoerd en als een project binnen het acquisitieplan lijkt te passen, kan een QuickScan worden gemaakt van de propositie. Als alles op hoofdlijnen akkoord is start de onderhandelingsfase. In deze fase wordt dieper op de materie ingegaan en wordt een risico analyse opgesteld. Vaak start deze fase met het opstellen van een intentieovereenkomst om exclusiviteit en geheimhouding te garanderen. In geval van nieuwbouw worden tekeningen en begrotingen opgesteld. Ook vindt het uitgebreide DD proces plaats om de correctheid van alle gegevens te beoordelen. Bij het tekenen van de koopovereenkomst worden afspraken bindend vastgelegd. Mocht er een ontwikkelfase bestaan, dan komt deze voor rekening en risico van de ontwikkelaar. De belegger voldoet de koopsom vaak in fasen gedurende de ontwikkeling. Na turn-key oplevering wordt het object via de notaris geleverd. De fasering van het acquisitieproces in Polen is in de basis vergelijkbaar met dat in Nederland.

Zekerheden tijdens het acquisitieproces worden verkregen middels de verschillende instituties zoals beschreven door Williamson. Informele instituties bestaan uit de culture aspecten met de daarbij behorende normen en waarden van de Poolse onderhandelingspartner. Polen kent een mannelijke hiërarchische samenleving. Ze zijn gefocust op korte termijn gewin en willen feiten en cijfers zien. Hiervan bewust te zijn schept vertrouwen tijdens de onderhandeling wat de efficiëntie van de onderhandelingen ten goede komt. Formele instituten zoals wet en regelgeving schepen het juridisch kader waarbinnen geopereerd wordt. Een goede due diligence is noodzakelijk om risico's rond restitutieclaims, voorkeursrechten of erfpachtsituaties op te helderen. Hiervoor zijn diepgaande DD onderzoeken nodig in Polen. Er bestaan verzekeringsopties voor mogelijke juridische claims. Ook het valutarisico kan worden afgedekt. De contractuele instituties scheppen de mogelijkheid om de zekerheid tijdens het acquisitieproces vast te leggen in overeenkomsten. Met name middels de intentieovereenkomst en de koop-aanneemovereenkomst worden deze zekerheden gecreëerd. De contractvorming in Polen is daarbij veel uitgebreider dan in Nederland. De dag-tot-dag optimalisering speelt in Polen een langere tijd een rol vanwege het feit dat het acquisitieproces in z'n geheel meer tijd in beslag neemt. Uit de dagelijkse praktijk merken institutionele beleggers de onprofessionele aard van de residentiele beleggingsmarkt, wat zorgt voor een veel langer acquisitieproces dan in Nederland. De uiteindelijke mate van zekerheid welke verkregen wordt tijdens het acquisitieproces is dezelfde als die in Nederland.

Het verkrijgen van zekerheid tijdens het acquisitieproces gaat gepaard met het maken van acquisitiekosten. De hoogte van de acquisitiekosten kan enorm verschillen afhankelijk van de belegging en de organisatie en werkwijze van het beleggingsfonds. De acquisitiekosten die

voornamelijk betrekking hebben op het verkrijgen van zekerheid zijn de DD kosten en de notariskosten. Uit de casussen blijkt dat deze laatste post In Nederland circa 0,45% procent van de acquisitieprijs betreft, bij een acquisitieprijs tussen de €7,5 en €15 miljoen. In Polen ligt deze beduidend lager, namelijk rond de 0,06% bij een acquisitieprijs van €21 miljoen. Kijkend naar de DD kosten liggen die in Nederland voor de twee ontwikkelingsobjecten tussen de 0,5% en 0,75% van de acquisitieprijs. Respectievelijk betekent dat bedragen van rond de €100.000,- en rond de €60.000,-. In Polen heeft het project Krakau DD kosten van circa 0,75% van de acquisitieprijs, inclusief directie bouw. Hiermee is een bedrag gemoeid van circa €160.000. Volgend REAS liggen DD kosten voor institutionele partijen rond de €125.000 voor projecten vanaf €10 miljoen.

3.3 Rendementen in de praktijk

In het tweede deel van het praktijkonderzoek worden de volgende sub-vragen beantwoord.

- Hoe (on)professioneel is de institutionele residentiele woningmarkt in Polen en welke Institutionele partijen zijn hier actief?
- Wat zijn de directe rendementen op residentieel vastgoed in Nederland en in Polen?

De eerste deelvraag kijkt naar waar de institutionele residentiele beleggingsmarkt in Polen zich bevindt en de hierin reeds actieve institutionele partijen. De tweede deelvraag kijkt naar de directe rendementen, die zowel in Nederland als in Polen gerealiseerd worden.

Institutionele beleggers en hun focus op Polen

De institutionele beleggersmarkt voor residentieel vastgoed bestaat in Polen pas een aantal jaren. Het eerste beleggingsfonds werden opgezet door de BGK bank in 2015, welke eigendom is van de Staat. Deze bank heeft het fonds *Fundusz Mieszkań na Wynajem* (Fonds voor huurwoningen) gestart. Het fonds is een initiatief om het aantal huurflats in de grootste Poolse agglomeraties te verhogen voor het middensegment van de bevolking. Het speelt in op de vraag vanuit de markt naar meer lange termijn huurwoningen. Dit fonds heeft 4000 tot 4500 appartementen in de verhuur verspreid over circa 18 appartementencomplexen gelegen in de grootste steden van Polen. Doelstelling is eind 2018 te beschikken over ruim 5.500 appartementen (BGK, 2018). Het BGK fonds is voornemens om ook na 2018 verder te groeien. De ambities zijn om circa € 800 tot € 900 miljoen extra te investeren (TPA and Reas, 2017). In Breslau heeft het fonds twee beleggingsobjecten die reeds in de verhuur zijn.

Na het BGK fonds volgden in 2016 een tweetal andere institutionele beleggers op de markt. Dit waren het Bouwfonds European Residential Fund (BERF) en het Catella Wohnen Europa Fond. Beide fondsen opereren onder Duits recht. Deze fondsen werken samen met lokale ontwikkelaars met eigen grondposities, voor het realiseren van passend beleggingsvastgoed. Op deze manier wordt het mogelijk om naar de wens van het fonds vastgoed te ontwikkelen waarbij de ontwikkelrisico's bij de ontwikkelaar blijven. Ze nemen het vastgoed pas af bij de turn key oplevering van het object. Voor BERF ligt de focus op de aankoop van residentieel vastgoed met een minimale investeringsquote van 10 miljoen euro gelegen in één van de vijf grootste Poolse steden zijnde Warschau, Krakau, Breslau, Danzig en Poznan. BERF doet alleen de acquisitie coördinatie van haar vastgoed in Polen zelf. De overige expertise koopt het verder lokaal in. Het gehele DD proces wordt dus eveneens uitbesteed, waarbij de controle op de DD in Nederland plaatsvindt (Holtslag, 2018). BERF heeft nu posities genomen in Warschau en in Krakau. De fondsstrategie is erop ingesteld dat het vastgoed na 10 jaar weer wordt afgestoten (Holtslag, 2018).

Catella managet meerdere fondsen, waarvan het Catella Wohnen Europa Fund (CWEF) ook daadwerkelijk belegt in Polen. Zowel Bouwfonds en Catella zijn voornemens om ook de komende jaren verder te investeren in deze markt, waarbij Bouwfonds de komende 2 jaar nog circa € 100 miljoen extra wenst te investeren in Polen (TPA and Reas, 2017).

Het BGK fonds, BERF en CWEF zijn allen aangewezen op projectontwikkelaars die voor hen het vastgoed turn-key ontwikkelen. Voor de ontwikkelaars biedt dit kansen om te komen tot nieuwe concepten in de projectontwikkeling. Waar ontwikkelaars normaal alleen casco appartementen realiseerde voor de verkoop aan particulieren, worden ze nu gevraagd om turn-key projecten te

leveren voor één belegger. Dit vergt ook voor de ontwikkelaar extra aanpassingsvermogen, aangezien ze de discipline van het turn-key bouwen niet in huis hebben en dit in samenwerking met andere partijen moeten leveren. Het feit dat een ontwikkelaar zijn object kan verkopen aan één professionele partij in plaats van aan individuele particulieren kan een enorm voordeel opleveren voor een ontwikkelaar. CBRE schrijft hierover het volgende: *“Property developers are displaying a readiness to provide a housing product of a standard expected by institutional purchasers as well as interest in expanding the target group by this particular segment of the market. The property developer circles have for several years observed the growing importance of the rental market and are now looking for partners ready to purchase and co-finance projects dedicated to this segment.”* (CBRE and Baker McKenzie, 2017). Ook de financiering van het project kan afgestemd worden met de belegger door gefaseerd de koopsom tijdens de ontwikkelingsfase te voldoen. Hierdoor neemt de afhankelijkheid van banken voor de ontwikkelaar aanzienlijk af.

Er zijn ook nieuwe institutionele beleggers op de markt die op een andere manier hun vastgoedportefeuille opbouwen. Griffin Real estate is bezig om twee residentiële fondsen te lanceren die woningen aanbieden via hun digitale platform www.resi4rent.pl. Griffin Real estate is een Pools vastgoedbedrijf en heeft het vastgoedmanagement over een vastgoedportefeuille gelegen in centraal en oost Europa. Het ene fonds is bedoeld voor de vaste verhuur aan particulieren en het andere fonds voor studenten, zijnde het Student Depot Fund. Echo investment is de inhouse ontwikkelaar van Griffin en zal de woontorens realiseren. Het woonfonds heeft beleggingsvastgoed in Poznań, Łódź en Lublin en is bezig met de realisatie van een eerste object in Breslau, in ulica Robotniczej. Hier worden 500 zelfstandige units gerealiseerd voor 1, 2 of 3 personen per unit. Verhuur start in januari 2018 (Jarek Ratajczak, 2018). Het grote voordeel van Griffin, over vele andere institutionele beleggers, is het feit dat ze een inhouse ontwikkelaar heeft. Griffin is dan ook niet afhankelijk van externe ontwikkelaars met bestaande grondportefeuilles, maar zij kunnen ‘breder’ de markt op. Gezien de grote hoeveelheid beschikbaar kapitaal, is het de verwachting dat Griffin snel positie zal gaan innemen op de residentiële vastgoedmarkt. Doel is om circa 5.000 a 6.000 appartementen te realiseren voor het fonds in de komende jaren.

Golub Gethouse is een andere institutionele belegger die de komende 3 tot 5 jaar een portefeuille wil opbouwen van 2.000 tot 3.000 appartementen. Core property uit Denemarken heeft 80 appartementen verdeeld over 2 objecten in Warschau en is actief sinds september 2017 (Core property management, 2017). Projectontwikkelaar Murapol probeert in te spelen op de markt door residentieel vastgoed te realiseren en te verhuren om dit vervolgens in verhuurde staat door te schuiven aan institutionele beleggers met investeringsvolumes van tussen de € 50 en € 100 miljoen (TPA and Reas, 2017). De markt voor residentieel beleggingsvastgoed lijkt door al deze nieuwe toetreders een kickstart gekregen te hebben. Wel staat de markt daarbij nog in de kinderschoenen en is deze nog erg onprofessioneel (Holtslag, 2018). REAS is daarbij het leidende marktonderzoeksbureau, wat voor veel van de hiervoor genoemde partijen werkzaamheden verricht. Zo maken ze markanalyses, rendementsvoorspellingen, ondersteunen bij aankoopproces en kunnen de juridische en fiscale DD verzorgen.

Rendementen

Om een antwoord te geven op de vraag wat de directe rendementen indicatief zijn in Polen en in Nederland, dienen deze rendementen zo goed mogelijk te worden vergeleken. De rendementen geven een gemiddeld rendement weer op een bepaalde markt op een bepaald moment en kunnen van feitelijk project tot project verschillen.

Direct rendement Nederland en Utrecht

In Nederland zijn rendementscijfers verkregen door te kijken naar de IPD ROZ index. Vervolgens is aan de hand van een aantal casussen gekeken naar de rendementen die gemiddeld worden gerealiseerd in deze stad. Hiervoor worden taxatierapporten met peildatum 1 januari 2018 gebruikt, voor een drietal nieuwbouwobjecten, met de daarbij behorende rendement gegevens.

De IPD/ROZ publiceert jaarlijks de IPD Nederlandse Jaar Vastgoed index. De IPD ROZ index geeft voor het jaar 2017 een netto direct rendementen weer van 4,1% (IPD Nederlandse Jaar Vastgoedindex, 2017). Dit cijfer betreft het gemiddelde netto rendement (NAR) op de beleggingen van alle deelnemende institutionele partijen. Uiteraard zal er binnen de Nederlandse woning vastgoedmarkt een (groot) verschil bestaan tussen de verschillende regio's en stedelijke gebieden waar de rendementen worden behaald. Zo zullen de netto rendementen in het centrum van Amsterdam lager liggen dan de netto rendementen voor woningen in Limburg of in Drenthe.

Om een indicatie van de BAR te krijgen is gekeken naar het verschil tussen de BAR en de NAR van de 3 Nederlandse casussen van nieuwbouwprojecten. Hieruit blijkt dat de afslag tussen BAR en de NAR ligt tussen de 18% en de 20%. Ook voor Polen geeft Mendel van REAS aan dat gerekend wordt met een afslag op de BAR van 20% om globaal de NAR vast te stellen (Mendel, 2018). Als we uitgaan van een verschil van 20% voor de exploitatiekosten kunnen we een BAR herleiden op nationaal niveau van circa 5,1%.

Via ASR Vastgoed vermogensbeheer en Syntrus Achmea zijn rond Utrecht een drietal casussen aangeleverd voor nieuwbouwobjecten. De projecten zijn alle drie anoniem gemaakt, op verzoek van partijen. Het gaat om nieuwbouwprojecten gelegen rond het centrum van de stad. In figuur 14 zijn de kerncijfers zichtbaar.

Peildatum: 1-1-18	IPD ROZ index	Casus 1	Casus 2	Casus 2
Aantal woningen	nvt	76	88	37
Marktwaaarde k.k.	nvt	€ 14.920.000	€ 20.850.000	€ 9.900.000
Markthuur	nvt	€ 770.940	€ 1.011.115	€ 465.000
Exploitatiekosten	20%	20%	18%	18%
BAR	5,1%	5,2%	4,8%	4,7%
NAR	4,1%	4,0%	4,0%	3,8%

Figuur 14 - Rendementen NL en Utrecht Bron: ASR vastgoed vermogensbeheer en Syntrus Achmea

Direct rendement Polen en Breslau

In Polen is vastgoed marktdata op niet of nauwelijks beschikbaar, zodat het beoordeling van marktwaardes, markthuur en de daarbij behorende bruto en netto rendementen lastig is. Door de korte bestaansgeschiedenis van de markt bestaat er ook geen benchmark, of andere openbare informatie. Cijfers op nationaal niveau zijn dan ook niet bekend. Voor de stad Breslau zijn rendementscijfers samengesteld uit meerdere bronnen. Als eerste door de gemiddelde vraagprijzen te analyseren die aangeleverd zijn door onderzoeksbureau REAS. Deze cijfers zijn gebaseerd op de gemiddelde vraagprijzen van alle nieuwbouwprojecten. De aangeboden appartementen betreffen casco afgewerkte woningen. Deze vraagprijzen dienen dus verhoogd te worden met de kosten voor het turn-key afbouwen hiervan. Dit geeft een indruk van de marktwaarde van nieuwbouw appartementen. Deze kunnen vervolgens vergeleken worden met de markthuur van de belegger BGK, markthuurgegevens van REAS en markthuren gevonden op vastgoed verkoop- en verhuurplatform www.otodom.pl.

Casco vraagprijzen

REAS heeft cijfers aangeleverd voor het jaar 2017 voor zowel het centrum gebied als voor het gebied direct hieromheen. Deze cijfers zijn in figuur 15 weergegeven.

Breslau		2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	Gemiddeld 2017
Centrum	Gemiddelde vraagprijs in PLN/m ²	8517	8557	8447	9569	8773
Rond het centrum	Gemiddelde vraagprijs in PLN/m ²	7599	7959	7685	7988	7807

Figuur 15 - Gemiddelde verkoopprijzen per m² Bron: REAS

In de centrum randgebieden vinden de meeste nieuwbouwprojecten plaats. In 2017 gold voor het centrum een gemiddelde vraagprijs van 8.773 PLN per ² en in het centrum randgebied een vraagprijs van 7.807 PLN per m².

Afbouw casco ontwikkelingen

De vraagprijzen van REAS zijn gebaseerd op casco afgebouwde appartementen. De turn-key afbouw kosten dienen hier dus nog bij opgeteld te worden. Er zijn een aantal bedrijven die zich gespecialiseerd hebben in het afbouwen van casco nieuwbouwwoningen. Hierbij is gekeken naar 3 bedrijven om vast te stellen wat de kosten voor het turn-key afbouwen zijn:

Rednet Dom biedt turn-key pakketten aan voor de afbouw van de woningen van ontwikkelaars. Rednet beidt 4 verschillende programma's aan, zijnde een basis, zilver, goud en platina pakket (Deweloper Tamar, 2018).

Anapana is een tweede partij die afwerkpakketten voor nieuwbouwwoningen levert. Deze partij levert pakketten genaamd economisch, basis, premium en individueel (Anapana, 2018).

Domsfera is de laatste turn-key bouwonderneming. Zij bieden de pakketten; brons, zilver, goud en platina aan (Domsfera, 2018).

De afbouwpakketten die door verschillende bouwbedrijven worden aangeboden variëren in kwaliteit en diversiteit aan materiaal keuzes. Toch verschillen de pakketten in de basis weinig van elkaar. Alle bedrijven hebben hun eigen catalogus met materiaalkeuzen en afwerk niveaus. De grootste afwijkingen tussen de verschillende aanbieders zitten in hun duurste categorie. Dit ligt voor de hand, aangezien de keuzes op dit niveau veel ruimer zijn. Een belegger die nieuwbouw laat realiseren kiest

voor een standaard afwerking in plaats van een individualistisch afwerkingsniveau. Deze laatste categorie laten we dan ook buiten beschouwing. Samengevat zijn de afbouwkosten zoals in figuur 16 beschreven:

	REDNET DOM		ANAPANA		DOMSFERA		Gemiddeld	
Pakket	PLN/m ²	EURO/m ²	PLN/m ²	EURO/m ²	PLN/m ²	EURO/m ²	PLN/m ²	EURO/m ²
Basis	530	€ 133	549	€ 137	495	€ 124	525	€ 131
Zilver	660	€ 165	649	€ 163	645	€ 161	651	€ 163
Goud	860	€ 215	0	€ -	795	€ 199	828	€ 207

Figuur 16 - Turn-key pakketten voor casco woningen. Bron: (Anapana, 2018) (Domsfera, 2018) (Deweloper Temar, 2018)

Afhankelijk van de doelgroep werken de ontwikkelaars met verschillende afwerkingsstandaarden. Gezien de lange termijn waarin een belegger denkt is een kwalitatief hoogwaardig afwerkingsniveau gewenst. Holtslag gaf bijvoorbeeld aan dat al hun appartementen minimaal zwevende toiletten dienen te hebben in alle badkamers. Zwevende toiletten worden hier aangeboden vanaf pakket Goud. Dit pakket wordt dan ook als uitgangspunt genomen voor de turn-key afwerking zodat de turn-key afwerking op circa 830 PLN per m² zou komen. Echter is er efficiëntie voordeel te behalen door alle appartementen op vergelijkbare wijze in te richten. Op de turn-key inrichting van pakketkeuze goud wordt dan ook een korting van 10% berekend, om een realistischer beeld van de kostenpost op te nemen. Afwerking op basis van het goud pakket met 10% korting geeft een m² prijs van PLN 745,- per m² inclusief btw oftewel €186,- per m².

Marktwaardes VON

Als vervolgens de casco vraagprijzen voor appartementen worden verhoogd met de prijs voor het turn-key afbouwen, komt de optelsom van de appartementen in het centrum op 9.518 PLN per m² uit, circa €2.380,- per m². Appartementen rond het centrum hebben een geschatte waarde van 8.552 PLN per m², dus iets boven de €2.138,- per m². Toch blijft het lastig om aan te geven of deze optelsom de werkelijke marktwaarde vertegenwoordigt. Dit omdat in deze optelsom de ontwikkelrisico's, en daarmee een stuk marge, niet volledig verrekenend zijn in deze cijfers. Deel van de risico's en de kosten van het aspect 'tijd' wordt namelijk gedragen door de individuele kopers van deze appartementen. Indien een ontwikkelaar dit proces zelf organiseert wil de ontwikkelaar dit ook terug zien in zijn rendement. Hierdoor is de verwachting dat de marktwaarde voor turn-key appartementen dan ook hoger zal liggen. Anderzijds kan de ontwikkelaar zijn woningen verkopen aan één koper namelijk de institutionele belegger. Dit is een volledig andere benadering als bij een individuele uitpondstrategie. De belegger zal een korting eisen voor de efficiency om in 1 keer alle appartementen af te nemen. Dus dit argument zou de optelsom juist moeten verlagen. De uiteindelijke marktwaarde is lastig te bepalen, maar voor dit onderzoek liggen de gevonden waardes het dichtst bij de werkelijke marktwaarde.

Marktwaardes VON in en rond het centrum opgenomen zijn opgenomen in figuur 17.

VON marktwaardes	Gemiddeld	
	PLN/m ²	EURO/m ²
Centrum	9.518	€ 2.380
Rond het centrum	8.552	€ 2.138

Figuur 17 – Marktwaardes VON in en rond het centrum. Bron: eigen bewerking

Huurmarkt in Breslau

Het fonds van de BGK bank realiseert turn-key appartementen voor de verhuur. In Breslau heeft het twee objecten die beide in de verhuur zijn. Dit betreft project Dąbrowskiego en Zakładowa (Kisiel, Project BGK, 2018). Deze markthuren geven een goede indruk van de markthuren rond het centrum van Breslau voor nieuwbouwappartementen die verhuurd worden voor de lange termijn.

Dąbrowskiego

Bij ul. Dąbrowskiego zijn meer dan honderd appartementen gebouwd, die nu vrijwel allemaal zijn verhuurd. Het complex ligt in de directe omgeving van het centrum. Het gebouw heeft een ondergrondse parkeergarage en telt 5 verdiepingen. Voor de kleinste appartementen van 26 m² betaald de huurder maandelijks tussen de PLN 1510 tot PLN 1660, zijnde €380,- tot €450,- afhankelijk van de duur van het contract. De appartementen zijn ontworpen om te kunnen worden aangeboden tegen gemiddelde huurprijzen. De appartementen zijn 26 tot 84 m² (FunduszMieszkan - BGK, 2018). De gemiddelde huurprijzen liggen daarbij op 54,9PLN per m².

Zakładowa

Een tweede object is gerealiseerd op ul. Zakładowa noordelijk van het centrum. Het gebouw heeft 128 appartementen, variërend in grootte van 27 m² tot 68 m². Alle appartementen zijn turn-key afgewerkt, gemeubileerd en voorzien van huishoudelijke apparaten. De appartementen zijn met name voor Yuppen en jonge gezinnen ontworpen. Alle appartementen zijn voorzien van een balkon of terras. Op de begane grond zijn commerciële ruimtes. Het pand heeft een ondergrondse parkeerkelder en ligt aan de rivier de Oder. Als voorbeeld ligt de bruto huursom voor een appartement op de 6e verdieping van 41,9 m² met 2 kamers en een badkamer tussen de PLN 2390 en PLN 2120, zijnde €600,- en €530,- afhankelijk van de lengte van het contract (BGK, 2018). De aangeboden prijzen zijn niet onderhandelbaar en vertegenwoordigen de markthuur. De gemiddelde huurprijzen liggen daarbij op 53,2PLN per m².

Otodom.pl

Otodom.pl is het grootste Poolse internet vastgoed platform waar vastgoed te koop en te huur wordt aangeboden. Er is data verzameld van verhuurgegevens van nieuwbouw appartementen in en rond het centrum. Dit betreffen vraagprijzen voor verhuur gevonden op 15 februari 2018. Waarschijnlijk liggen de daadwerkelijke markthuren onder deze vraagprijs. Om te komen tot de markthuur is een afslag van 2% genomen op de vraagprijs. In figuur 13 worden deze prijzen eveneens getoond.

Otodom.pl	Vraagprijs		Markthuur	
	PLN/m ²	euro/m ²	PLN/m ²	euro/m ²
Centrum	59,7	€ 14,9	58,5	€ 14,6
Rond centrum	58,8	€ 14,7	57,6	€ 14,4

Figuur 18- Markthuur otodom.pl Bron: Otodom.pl

REAS

Marktonderzoeker REAS heeft eveneens input geleverd voor dit onderzoek door actuele markthuur data aan te leveren. REAS heeft de data wederom opgesplitst in de centrum deelmarkt en rond het centrum deelmarkt. In het centrum van de stad ligt de gemiddelde huurprijs op 60 PLN/m² en rond het centrum op 54 PLN/m² (REAS, 2018). Net als bij de gegevens van otodom.pl betreffen deze huurgegevens vraagprijzen. Om de daadwerkelijke markthuur vast te stellen, wordt eveneens weer een afslag genomen op de vraagprijs van 2%. De markthuur in het centrum komt dan op circa 58,5 PLN per m² en rond het centrum op 52,9 PLN/m².

REAS	Vraagprijs		Marktprijs	
	PLN/m ²	euro/m ²	PLN/m ²	euro/m ²
Centrum	59,7	€ 14,9	58,5	€ 14,6
Rond centrum	54,0	€ 13,5	52,9	€ 13,2

Figuur 19 - Markthuur REAS Bron: REAS

Kijkend naar alle input voor de huurprijzen, kan een gemiddelde markthuurprijs per m² berekend worden. In figuur 20 zijn deze gemiddelde markthuren weergegeven voor het centrum en het gebied rond het centrum.

Markthuur	Dabrowskiego		Zakladowa		Otodom.pl		REAS		Gemiddeld	
	PLN	euro	PLN	euro	PLN	euro	PLN	euro	PLN	euro
Centrum					58,50	€ 14,6	58,50	€ 14,6	58,5	€ 14,6
Rond het centrum	54,9	€ 13,7	53,1	€ 13,3	57,60	€ 14,4	52,90	€ 13,2	54,6	€ 13,7

Figuur 20 - m² markthuren input Bron: eigen bewerking

Met de gemiddelde markthuurprijzen inzichtelijk kan een inschatting gemaakt worden van het BAR. Deze BAR is duidelijk een gemiddelde en niet een project specifieke BAR. Zowel de markthuren als de marktprijzen van het vastgoed zijn samengesteld over een breed vlak aan data en geven dus een indicatie weer van de mogelijke rendementen en geen exact rendement. De NAR wordt berekend

door een afslag toe te passen op de BAR van 20% met dezelfde onderbouwing als bij de cijfers van de IPD ROZ vastgoedindex. In onderstaande tabel zijn de BAR en de NAR berekend.

	Marktwaarde		Markthuurprijs		BAR	NAR
	PLN/m ²	EURO/m ²	Maandhuur	Jaarhuur		
Centrum	9518	€ 2.380	58,5	702	7,4%	5,9%
Rond centrum	8552	€ 2.138	54,6	655	7,7%	6,1%

Figuur 21 - m² directe rendementen Bron: eigen bewerking

De BAR ligt dus tussen de 7,4% en 7,7% en de NAR tussen de 5,9% en de 6,1% afhankelijk van de locatie. Van deze NAR zijn kosten voor fonds- en assetmanagement nog niet vanaf getrokken. BERF denkt met haar project Rakowicka een BAR te kunnen maken van 8,5% (Bouwfonds, 2018). Het Deense Core Poland Residential fund geeft aan een BAR te maken op haar Poolse beleggingen van 8,08% en een NAR van 6,5% (Core property management, 2017).

3.4 Conclusie

Polen is voor institutionele residentiële vastgoedbeleggers een nieuwe markt. Pas sinds 2015 zijn er fondsen actief die, in deze nu nog vrij onprofessionele markt, proberen om woning portefeuilles op te bouwen. De Poolse BGK bank was daarbij de eerste partij die voor het middensegment huurwoningen realiseerde. Bouwfonds en Catella hebben zich in 2016 op de markt gevestigd en hebben beide nu enige projecten in de verhuur en ontwikkeling. Zij zijn daarbij beide aangewezen op de samenwerking met ontwikkelaars om turn-key projecten voor hun portefeuille te ontwikkelen. Griffin, een nieuwe Poolse toetreder, heeft eveneens enige projecten in ontwikkeling die deze partij met zijn inhouse ontwikkelaar realiseert. Ontwikkelaars spelen in op deze nieuwe markt door nieuwe businessmodellen te ontwikkelen, waardoor ze de institutionele belegger beter van passend vastgoed kunnen voorzien. Dit alles zal ertoe leiden dat de institutionele residentiële vastgoedmarkt zich de komende jaren verder zal ontwikkelen en professionaliseren.

In Nederland is gekeken naar rendementen die gepubliceerd worden in de ROZ IPD vastgoedindex. Deze index laat het gemiddelde netto rendement zien in 2017 van 4,1%. De BAR ligt daarbij rond de 5,1%. Rond het centrum van Utrecht zijn tevens 3 casussen geanalyseerd van ASR vastgoed vermogensbeheer en van Syntrus Achmea. Alle casussen zijn geanonimiseerd, maar het betreffen alle recente nieuwbouwprojecten. De BAR van deze projecten ligt tussen de 4,7% en 5,2% en de NAR tussen de 3,8% en 4%. Dat deze rendementen iets onder het landelijk gemiddelde liggen is begrijpelijk, aangezien Utrecht een aantrekkelijkere beleggingslocatie is dan het landelijk gemiddelde van de IPD ROZ.

In Polen is het verkrijgen van data voor rendementsberekeningen voor residentieel vastgoed op nationaal niveau zeer lastig. Dit vanwege het in-transparante karakter van de markt en het korte bestaan ervan. De markt voor institutioneel residentieel vastgoed is nog volop in ontwikkeling en er zijn nog maar weinig objecten die in de markt volledig zijn verhuurd. Voor Breslau en Krakau is wel data verkregen via Bouwfonds en marktonderzoeksbureau REAS. De marktwaardes en markthuren zijn samengesteld uit meerdere bronnen. Hieruit blijkt dat in Breslau de BAR tussen de 7,4% en 7,8% ligt en de NAR tussen de 5,9% en 6,1%. De cijfers zijn in figuur 17 samengevat:

	BAR	NAR
Nederland	5,1%	4,1%
Utrecht	4,7% - 5,2%	3,8% - 4,0%
Breslau	7,4% - 7,8%	5,9% - 6,1%

Figuur 22 - Directe rendementen NL en PL Bron: eigen bewerking

3.3 Case study

Bouwfonds European Residential Fund

Bouwfonds Investment Management is de vastgoed investeringsmanagement poot van de Rabo Vastgoedgroep. Bouwfonds opereert daarbij voor institutionele partijen en grote particulieren. Via Bouwfonds Fund Management worden deze investeringen beheerd. Bouwfonds European Residential Fund (BERF) is een open-end vastgoedfonds naar Duits recht gericht op institutionele beleggers en vermogende particulieren met een minimale deelname van 500.000,- euro (Bouwfonds European Residential Fund, 2018). Het fonds heeft beleggingen in midden en noord Europa en sinds 2016 ook in Polen.

Het eerste ontwikkelingsproject van BERF is gelegen in Warschau. Deze woon-werk toren dient in 2018 te worden opgeleverd. Er is een investering van 26,6 miljoen euro mee gemoeid en bestaat uit 193 appartementen, 6 commerciële locaties en 86 ondergrondse parkeerplekken. Doelgroep zijn starters en kleine gezinnen. Het object heeft een BAR van 7,6% en een cash return voor het fonds van 4,2% (Bouwfonds European Residential, 2017). Dit laatste cijfer betreft overigens niet de NAR, maar is de daadwerkelijke cash bij terugvloeit in het fonds.

Casus Rakowicka

In het voorjaar van 2017 is een tweede ontwikkelingsproject aangekocht in Krakau. Het object dient in 2019 opgeleverd te worden en bestaat uit 3 complexen alle met 6 verdieping. Twee gebouwen worden wooneenheden met samen 152 appartementen en één gebouw wordt gerealiseerd voor studenten met 139 eenheden. Totaal worden er 155 ondergrondse parkeerplekken gecreëerd (Bouwfonds European Residential, 2017). De ontwikkelaar bouwt de appartementen casco om ze vervolgens af te laten bouwen door andere turn-key partijen. De ontwikkelrisico's liggen daarbij volledig bij de ontwikkelaar. De totale koopsom zit op 84.303.477 PLN VON opgebouwd uit; residentieel vastgoed à 60.242.919 PLN, zijnde 8.500 PLN per m²; studentenvastgoed a 18.595.063 PLN, zijnde 8.176 PLN/m²; en tevens voor de parkeerplekken 5.809.000 PLN zijnde 37.000 PLN per parkeerplek (Bouwfonds, 2018). De kosten voor de turn-key afbouw liggen op 750 PLN/m² voor residentiele units en 1000 PLN/m² voor studenten units en zijn reeds verrekend in de koopsom. Bouwfonds krijgt uiteindelijk een turn-key object geleverd. De markthuurprijzen voor het residentieel vastgoed worden ingeschat op bijna 61,80 PLN/m² of te wel €15,45 per m². De markthuurprijzen voor de studenten units worden ingeschat op bijna 68,70 PLN/m² of te wel €17,15 per m². De daadwerkelijke markthuren kunnen in 2019 uiteraard hiervan afwijken, zodat eveneens de daadwerkelijke rendementen kunnen afwijken van de begrootte rendementen. De BAR werd bij aanvang begroot op 8,5%. Exploitatiekosten worden door Bouwfonds ingeschat op circa 225 basispunten (Holtslag, 2018), hoewel de echte cijfers hiervoor nog niet voor bekend zijn. De NAR komt daarmee rond de 6,25% te liggen. De cash return voor het fonds wordt berekend op 4,5% (Bouwfonds, 2018). Er geldt voor BERF geen vaste rendementseis per project, maar de algemene doelstelling van het fonds is het om een BAR van tussen de 6% en 8% te behalen. De BAR in Polen ligt gemiddeld voor Bouwfonds 200 basispunten hoger dan in Nederland, wanneer men in beide landen kijkt naar A-vastgoed locaties (Holtslag, 2018). Dit betekent voor Bouwfonds dat ze met een BAR rekenen van circa 7% of hoger voor specifiek Polen. De kosten voor het afdekken van de valuta risico's, via een valuta hedge, liggen rond de 190 basispunten (Holtslag, 2018).

Acquisitiekosten

Kijkend naar de transactiekosten kan opgemaakt worden dat deze een bedrag van ruim 7 miljoen PLN vertegenwoordigen, oftewel een percentage van 8,4% van de koopsom van het vastgoed. Onderdeel van deze acquisitiekosten is een bedrag van ruim 4 miljoen PLN voor een post 'opportunity costs'. Deze kostenpost heeft betrekking op de eisen van het Duitse wetgever, waaronder het fonds opereert. De wet schrijft voor dat de totaal benodigde investeringsom vastgezet moet worden op een projectrekening, gedurende de ontwikkeling van het project. Dit bedrag staat dus gereserveerd voor de aankoop, ook wanneer dit bedrag pas gefaseerd door de tijd beschikbaar hoeft te komen. Het feit dat deze geldsom niet elders kan worden ingezet voor het realiseren van rendement, noemt Bouwfonds de 'opportunity costs' van het project. Onder Nederlandse wetgeving geldt deze eis niet, dus wordt een dergelijke kostenpost ook niet tot de acquisitiekosten gerekend. Om de Poolse acquisitiekosten goed te kunnen vergelijken met de Nederlandse acquisitiekosten, dient deze kostenpost dus eigenlijk buiten beschouwing gelaten te worden. Wanneer de acquisitiekosten, zonder deze post, dan opnieuw omgeslagen worden over de koopsom van het vastgoed resteert een percentage van 3,5% acquisitiekosten. Dit terwijl in Nederland de acquisitiekosten voor Bouwfonds rond de 3% liggen (Holtslag, 2018). De acquisitiekosten voor dit project liggen dus hoger dan in Nederland. De zekerheid die verkregen wordt tijdens het doen van de transactie is vergelijkbaar met die in Nederland (Holtslag, 2018). Kijkend naar de DD kosten rond het acquisitieproces, dan liggen deze rond de 0,75% van de koopsom wat een bedrag vertegenwoordigt van circa 640.000PLN, zijnde circa €160.000. In deze 0,75% zit ook een vergoeding versleuteld voor de controle op de ontwikkelfase van het vastgoed.

4 Analyse en bevindingen

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van het theoretisch model een analyse gemaakt van de praktijkgegevens. Als eerste wordt geanalyseerd of er een verschil bestaat in de mate aan zekerheid, die bereikt kan worden tijdens het acquisitieproces in Nederland en Polen. Vervolgens worden de transactiekosten geanalyseerd en vergeleken, die nodig zijn om deze zekerheid te realiseren. Hierbij wordt eveneens gekeken naar de casus Rakowicka van Bouwfonds. In het laatste deel worden de directe rendementen in beide landen vergeleken. Dit hoofdstuk geeft daarbij antwoord op de volgende subvragen.

- Is er een verschil in de mate van zekerheid bij het doen van vastgoedacquisities in Polen ten opzichte van Nederland?
- Zijn de transactiekosten in Polen hoger dan in Nederland om dezelfde mate van zekerheid te verkrijgen?
- Zijn de directe rendementen in Polen hoger dan die in Nederland?

4.1 Analyse zekerheid door instituties

Bij het starten van gesprekken tussen de institutionele belegger en een verkoper/ontwikkelaar van een beleggingsobject bestaat bij aanvang een grote mate aan onzekerheid. Dit is het gevolg van een informatietekort bij partijen en door de beperkte mate van wederzijds vertrouwen. In Polen wordt dit nog verder versterkt door de onprofessionele staat waarin de markt zich bevindt. Doel van partijen is om tijdens het acquisitieproces vertrouwen op te bouwen en zekerheid te krijgen rond de transactie. Instituties helpen daarbij deze zekerheid te creëren. De zekerheid neemt toe naarmate het acquisitieproces vordert en meer informatie beschikbaar komt. Door aan de hand van de 4 instituties het acquisitieproces te bestuderen, is gekeken of er een verschil in de mate van zekerheid bestaan tussen de twee landen. Hierbij wordt de Nederlandse professionele residentiele vastgoedbeleggingsmarkt als gegeven referentie kader beschouwd en worden eventuele Poolse afwijkingen hierop geanalyseerd.

1. Informele instituties

Vanwege het ontbreken van geschikt beleggingsvastgoed in Polen, zijn institutionele beleggers aangewezen op ontwikkelaars met grondposities om nieuw vastgoed te ontwikkelen. Voor de ontwikkelaars is de institutionele belegger een nieuwe klant die een ander eindproduct verlangt. Vrijwel alle ontwikkelaars hebben een business model rond het bouwen van casco appartementen, om deze vervolgens uit te ponden. Met nu institutionele buitenlandse beleggers als klant dienen woningen turn-key opgeleverd te worden en neemt de belegger het gehele object in zijn geheel af. Het businessplan van de ontwikkelaar verandert hierdoor. Als praktijkvoorbeeld kan gekeken worden naar het object van Bouwfonds in Krakau. Hier diende een samenwerking gevonden te worden tussen de belegger, de casco ontwikkelaar en een turn-key afbouw onderneming. De samenwerking tussen deze 3 partijen was voor alle partijen nieuw. De belegger wilde ook een korting bedingen op de koopsom van het object, vanwege het efficiëntievoordeel wat de ontwikkelaar heeft om aan één partij te verkopen. Daarbij zakt het risico van de ontwikkelaar aangezien hij een gegarandeerde afnemer heeft. Deze manier van zaken doen is onwennig en nieuw in Polen. De onervarenheid bij de ontwikkelaar brengt onzekerheid mee en aanvankelijk misschien zelf wel een bepaalde mate van

wantrouwen. Uit de praktijk blijkt dat met name in de oriëntatiefase dit leidt tot een minder efficiënt acquisitieproces. Hierdoor wordt meer zekerheid gezocht door het opstellen van veel uitvoerigere overeenkomsten dan in Nederland. Als voorbeeld hierbij is de intentieovereenkomst van Bouwfonds in Krakau. Dit betreft een document van 40 pagina's terwijl in Nederland Bouwfonds vaak met intentieovereenkomsten werkt van 3 a 4 bladzijden (Holtslag, 2018). Onderhandelen is mensenwerk en daarom is het van belang om cultuurverschillen tussen partijen te kennen en te respecteren. De onervarenheid met de normen en waarden van de wederpartij kan leiden tot wantrouwen en daardoor tot een inefficiënte manier van onderhandelen of zelfs tot beëindiging ervan. Smagała geeft aan dat in de Poolse cultuur vastgoedpartijen geen gevoel van verplichting hebben jegens hun wederpartij. Dit leidt ertoe dat Poolse partijen makkelijk uit onderhandelingen uitbreken, om vervolgens met een andere partij verder in zee te gaan (Smagała, 2018). Om vertrouwen te winnen is daardoor meer tijd en geld nodig dan in Nederland waar de markt al veel verder geprofessionaliseerd is. Het verdient dus de aanbeveling om vooraf inzicht te hebben in de culturele achtergronden met zijn normen en waarden, van het land waarin geopereerd wordt. Om vertrouwen te creëren is het belangrijk om de onderhandelingen transparant te voeren. Dit voorkomt achterdocht bij de wederpartij en schept vertrouwen. De verwachting voor de toekomst is dat hoe meer ervaring wordt opgedaan door partijen, meer vertrouwen ontstaat en de markt verder zal professionaliseren wat een efficiënter acquisitieproces tot gevolg zal hebben.

2. Formele instituties

De formele instituties in Polen zijn in de basis vergelijkbaar met Nederland. De wet- en regelgeving is helder en geeft dezelfde mate aan zekerheid. Dit geldt eveneens voor het kadaster wat in beide landen goed opereert en betrouwbaar is. Wel is informatie in Polen minder makkelijk toegankelijk. Polen kent twee kadaster registers waarbij het 'land register' niet in alle gevallen volledig is en eveneens niet altijd online beschikbaar is. In beide landen zijn de bestemmingsplannen leidend als kader waarbinnen ontwikkeld kan worden. Extra aandacht moet besteed worden aan erfpachtconstructies en restitutieclaims in Polen. Met name in de steden is veel grond op erfpachtbasis uitgegeven, waarbij het van belang is te bepalen wat de voorwaarden zijn omtrent de canon en het gebruik. Restitutie claims kunnen met name in Warschau en Krakau een gevaar vormen, waarvoor men zich echter ook weer kan verzekeren. Een goede juridische due diligence dient inzage te geven in de kansen op dergelijke claims, hoewel deze niet geheel zijn uit te sluiten. Voorkeursrechten op gronden ten gunste van de Staat bestaan ook. Tijdens het acquisitieproces dient de koop voorgelegd te worden aan de Staat. Om dezelfde mate aan zekerheid te verkrijgen als in Nederland, dient een uitvoerigere DD te worden gedaan. Toch is na het uitvoeren van deze uitgebreide DD de mate aan zekerheid vergelijkbaar met die in Nederland (Holtslag, 2018). Een laatste groot verschil met Nederland is het verschil in valuta. Dit betekent dat beleggen een extra valutarisico met zich meebrengt. Bouwfonds, maar ook andere beleggers verzekeren zich tegen dit risico door het kopen van een valuta hedge. Op die manier wordt door de bank een vaste wisselkoers gegarandeerd.

3. Contract vorming

Onderhandelingsovereenstemmingen worden vastgelegd in diverse overeenkomsten. Welke overeenkomst dit betreft, hangt af van de fase waarin het acquisitieproces zich bevindt. De intentieovereenkomst is daarbij vaak de eerste contractuele stap. In Polen is dit een belangrijke overeenkomst aangezien dit kan leiden tot het verhalen van schade op de wederpartij, indien de

onderhandelingen worden afgebroken. In Nederland wordt lang niet altijd een intentieovereenkomst opgesteld. Vaak is het bevestigen over en weer van afspraken rond exclusiviteit en geheimhouding op een simpele manier gebruikelijk. Hoewel in de basis vergelijkbaar, zijn de overeenkomsten in Polen dus uitvoeriger dan in Nederland, zoals het voorbeeld wat genoemd is met de intentieovereenkomst. Daarbij komt dat de meeste ontwikkelaars zelf geen turn-key vastgoed kunnen leveren en daarom zijn aangewezen op een turn-key bouwer om de projecten te kunnen opleveren. Dit betekent dat nog een bouwende partij betrokken wordt bij de contractvorming. De contractuele afspraken zijn hierdoor ook complexer dan in Nederland. Ook de Nederlandse belegger wenst zijn afspraken uitvoerig vast te leggen omdat ook zij nog geen ervaring hebben opgedaan met de markt in Polen en de vastgoedpartijen die hierbij betrokken zijn. De mate aan zekerheid beperkt zich echter niet alleen tot het acquisitieproces zelf. Ook juist in de periode daarna is het van groot belang om voldoende zekerheid te hebben ingebouwd in de overeenkomsten. Zo kan bijvoorbeeld een geschillenregeling veel tijd en geld besparen om zodoende een rechtsgang te voorkomen. De mate aan zekerheid wordt in Polen dus op eenzelfde niveau gebracht als in Nederland, maar de weg erheen is veel uitvoeriger.

4. Dag-tot-dag optimalisering

De onderhandelingsfase neemt vaak veel tijd in beslag. Zeker in Polen is dit proces langer dan in Nederland. De dag-tot-dag optimaliseren vindt continue plaats doordat steeds nieuwe informatie beschikbaar komt, bijvoorbeeld door de uitkomsten van de DD. Ook marktontwikkelingen spelen een rol gedurende het acquisitieproces. Tijdens de acquisitiefasen wordt het raamwerk van de contractvorming steeds specifieker. De dag-tot-dag optimalisatie houdt de onderhandelingen flexibel. Echter, op moment dat voldoende informatie bekend is en de mate aan zekerheid daardoor hoog genoeg is, worden de afspraken vastgelegd in de koop-aanneemovereenkomst. Hierdoor verdwijnt de flexibiliteit in één keer grotendeels. Dit is ook het doel van de overeenkomst, aangezien partijen gebaad zijn de mate aan zekerheid schriftelijk vast te leggen. Na het tekenen van de uiteindelijke deal wenst de belegger niet nog weer geconfronteerd te worden met verdere marktontwikkelingen die van invloed zijn op het onderhandelingsresultaat. Echter, aangezien het acquisitieproces langer duurt dan in Nederland is het proces ook langer blootgesteld aan de invloed van alle dag. Dit is wederom terug te voeren op de onprofessionele aard van de markt.

4.2 Analyse van de transactiekosten in Nederland en Polen

Transactiekosten zijn zowel in Nederland als in Polen enorm object specifiek. Ze laten zich hierdoor lastig analyseren. Ook de manier waarop acquisitiekosten worden berekend, verschilt enorm van belegger tot belegger. Betreft het object een ontwikkelingsobject of een bestaand object, een asset deal of een share deal? Ook de grootte van het project zegt nog niet veel over de hoogte van de transactiekosten. Om toch een zo goed mogelijke analyse te kunnen maken van de transactiekosten, zijn casussen geanalyseerd die zo veel mogelijk op elkaar lijken. Daarbij is gefocust op de ex-ante transactiekosten. De casus in Krakau is qua investeringssom niet veel groter dan de Nederlandse casussen. Ook betreffen alle casussen nieuwbouwproject die recent gebouwd zijn of nog in ontwikkeling zijn. Op deze manier kunnen de transactiekosten toch het best vergeleken worden, hoewel harde conclusies dus niet makkelijk te trekken zijn.

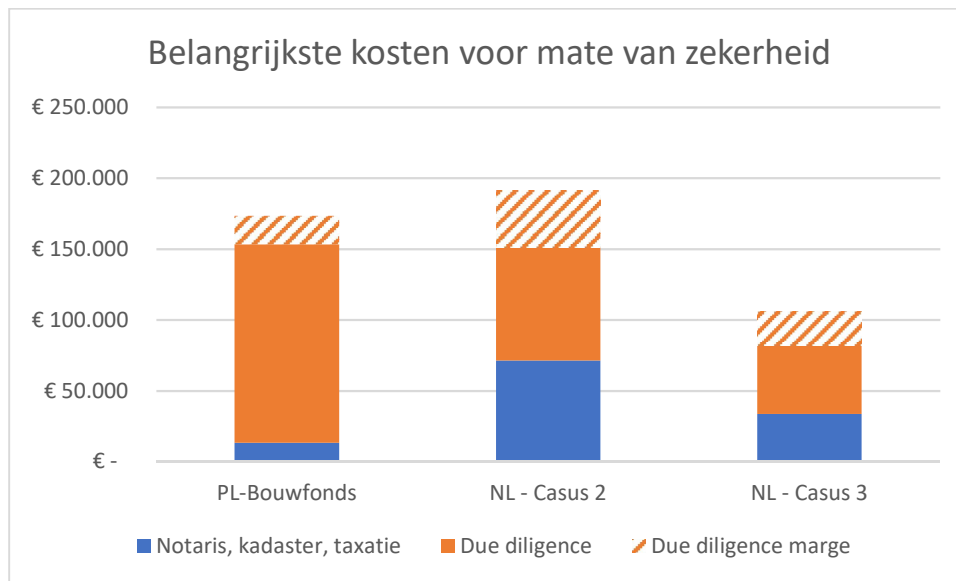
De ex-ante transactiekosten bestaan uit meerdere onderdelen, waarbij er een aantal vaste componenten te onderscheiden zijn. Dit is anders bij de ex-post kosten die juist niet standaard zijn en niet van tevoren ingeschat kunnen worden. Dit hebben we kunnen zien in casus 2 en 3 van de projecten uit Utrecht, waarbij onvoorziene kostenposten zijn opgenomen. Bij casus 3 betekent dit dat de totale transactiekostenpost ongeveer 2,5x hoger kwam te liggen, dan bij aanvang werd ingeschat. Dit kan bijvoorbeeld het gevolg zijn geweest van een rechtszaak of vanwege het failliet gaan van de ontwikkelaar, zonder dat daarvoor de juiste garanties zijn afgesproken. De enorme hoogte van deze kostenpost kan een direct gevolg zijn van een transactie met een te lage mate aan zekerheid. Hoe meer zekerheden in de acquisitie worden opgenomen, zoals geschillenregelingen en garantiestellingen, hoe lager de onvoorziene kostenposten zullen zijn. Dit wijst op het belang van een hoge mate aan zekerheid in een acquisitie, ook juist vanwege toekomstige onvoorziene ontwikkelingen. Om de transactiekosten verder wel te kunnen vergelijken zijn in figuur 23 de onvoorziene transactiekosten buiten beschouwing gelaten en zijn alleen de ex-ante posten opgenomen.

	<i>PL-Bouwfonds</i>	<i>NL-Casus 1</i>	<i>NL-Casus 2</i>	<i>NL-Casus 3</i>
<i>Acquisitiebedrag VON</i>	€ 21.075.869	<i>Bestaand project</i>	€ 15.550.640	€ 7.555.535
<i>Notaris, taxatie, kadaster</i>	0,06%	0,20%	0,46%	0,44%
<i>Makelaar</i>	1,20%	1,00%	<i>nvt</i>	<i>nvt</i>
<i>Acquisition fee fonds</i>	1,50%	0,50%	1,00%	1,25%
<i>Due diligence bedrag</i>	€140.000 tot €160.000	<i>nb</i>	€80.000 tot €120.000	€48.000 tot €72.000
<i>Directievoering bouw</i>	€20.000 tot €30.000	<i>nvt</i>	€ 59.242	€ 44.621
<i>Architect kosten</i>	<i>nvt</i>	<i>nvt</i>	0,38%	0,59%
<i>Totale ex-ante transactiekosten</i>	3,51%	2,20%	2,22%	2,87%

Figuur 23 - Transactiekosten PL en NL Bron: eigen bewerking

Uit de cijfers valt als eerste op dat de notaris- en kadasterkosten in Polen beduidend lager liggen dan in Nederland. Ook Mendel van REAS bevestigt dat de notariskosten in Polen laag zijn, ten opzichte van andere Europese landen (Mendel, 2018). Andere kostenposten, zoals makelaarskosten en de acquisitie fee voor het fonds, zijn geheel afhankelijk van het project en de soort belegger. Het ene moment kan door een bestaand netwerk een transactie gesloten worden zonder makelaar, terwijl een ander moment deze kosten juist erg hoog liggen. Bouwfonds als nieuwe toetreders op de Poolse institutionele beleggingsmarkt, maakt gebruik van het netwerk van een bemiddelingspartij, in dit geval REAS. Schijnbaar was een makelaar bij casus 2 en 3 niet nodig. De kostenposten die het meest betrekking hebben op het verkrijgen van zekerheid in de transactie, zijn de kosten van de DD, de kadasterkosten en de notariskosten.

In figuur 24 zijn deze kosten vergeleken.



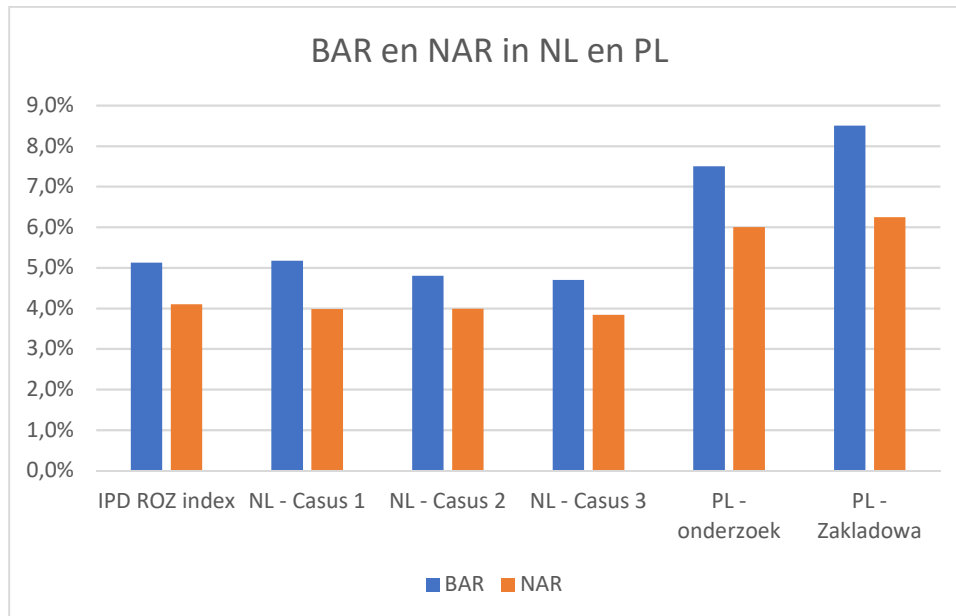
Figuur 24 - Kosten rond verkrijgen van zekerheid PL en NL Bron: eigen bewerking

De rede dat de notaris-, kadaster- en taxatiekosten in Polen veel lager liggen, houdt mogelijk verband met het feit dat in Polen de uurtarieven voor notaris en taxateur ook veel lager liggen. Arbeid en service zijn in Polen beduidend goedkoper dan in Nederland. De DD kosten daarentegen liggen juist veel hoger in Polen dan in Nederland. Bij Bouwfonds liggen deze rond de €150.000,- en REAS schat deze kosten in op €125.000,-. In Nederland liggen bij de casussen de DD kosten op circa €60.000,- tot €100.000,-. Daarbij neemt volgens Van Erp van ASR Vastgoed vermogensbeheer het DD proces in Nederland hooguit een paar weken in beslag (Erp, 2018). De verschillen zijn opvallend, aangezien ook hier de benodigde expertise voor het DD proces in Polen eigenlijk veel goedkoper is. De daadwerkelijke verschillen tussen Polen en Nederland zijn dus nog veel groter, dan de cijfers doen blijken. De grote diepgang van het DD onderzoek in Polen komt hierin naar voren. Dit wordt ook bevestigd door zowel REAS als door Catella dat dit in de praktijk ook het geval is. Grotendeels heeft dit er mee te maken dat het product institutioneel residentieel beleggingsvastgoed simpelweg nog nauwelijks bestaat in Polen (Catella, 2018). Ook Bouwfonds geeft aan dat het DD onderzoek vele malen uitgebreider is dan in Nederland. Overigens is deze mate aan zekerheid uiteindelijk dan wel vergelijkbaar met die in Nederland (Holtslag, 2018).

Als laatste grote verschil zijn de in Polen voor het afdekken van de valuta risico's. Deze kosten liggen rond de 1,9% van de acquisitiesom volgens Bouwfonds. REAS rekent met een kostenpost voor haar klanten van rond de 2,6% wat door Catella bevestigd wordt als redelijk realistisch.

4.3 Analyse van de directe rendementen in Nederland en in Polen

Uit de praktijkvoorbeelden wordt duidelijk wat globaal de directe rendementen zijn in Nederland en in Polen. In Nederland is daarbij gekeken naar de IPD ROZ vastgoedindex en naar een aantal casussen rond de stad Utrecht. In Polen is gekeken naar marktdata uit Breslau en naar de Bouwfonds casus in Krakau. In onderstaande grafiek is te zien wat de gemiddelde directe rendementen zijn.



Figuur 25 - Directe rendementsgegevens PL en NL Bron: eigen bewerking

In Nederland lijken de cijfers van de IPD ROZ vastgoedindex fractioneel hoger te liggen dan de rendementen uit de casussen rond Utrecht. Dit is te verklaren aangezien de index een Nederlands gemiddelde betreft. De marktgegevens van de casussen uit de stad Utrecht laten iets lagere cijfers zien, vanwege de bovengemiddelde aantrekkelijkheid van de stad Utrecht voor beleggers. In het volgende overzicht zijn de gemiddelde rendementen in Utrecht en Breslau gepresenteerd. Uiteraard zullen deze rendementen per project weer verschillend zijn, maar ze geven wel een globale indruk van wat de markt doet.

	NL	PL	basispunten verschil	% verschil
BAR	4,9%	8,0%	310	38,1%
NAR	4,0%	6,1%	210	35,1%

Figuur 26 - vergelijking directe rendementen Bron: eigen bewerking

De BAR, voor de onderzochte projecten in Polen, ligt circa 310 basispunten hoger dan bij de onderzochte projecten in Nederland. De NAR ligt daarbij 210 basispunten hoger. Er kan dus duidelijk gesteld worden dat de directe rendementen in Polen substantieel hoger liggen dan in Nederland, namelijk bruto circa 38% en netto circa 35%.

4.4 Conclusie

In de basis lijkt het acquisitieproces in Polen erg op dat in Nederland. Er zijn wel extra risico's waarneembaar, maar deze zijn grotendeels te mitigeren, zodat de uiteindelijk mate aan zekerheid bij een transactie vergelijkbaar is. Het vergt wel meer onderzoek, meer risico mitigerende acties en uitgebreidere contractvorming om deze mate van zekerheid te verkrijgen. Er zijn ook onderdelen die niet direct te mitigeren zijn, zoals de cultuurbarrière, een eventueel gebrek aan vertrouwen of de onprofessionele markt waarin beleggers momenteel opereren. Deze onderdelen zorgen dan ook voor een minder efficiënt aankoopproces dan in Nederland, zodat het acquisitieproces meer input vergt. De grootste verschillen in de mate van zekerheid, worden genoemd in figuur 27.

<i>Institutie</i>	<i>Extra risico of verschil in de mate van zekerheid</i>	<i>Mitigerende maatregel</i>
<i>Informele instituties</i>	<i>Cultuur, normen en waarden</i> <i>Wantrouwen jegens elkaar</i>	<i>Bewust zijn van culturele verschillen, deze respecteren en hierop inspelen</i> <i>Transparantie bieden tijdens onderhandelingen</i>
<i>Formele instituties</i>	<i>Valuta schommelingen</i> <i>Kans op restitutieclaims</i> <i>Minder transparante bronnen zoals de 2 kadasters</i> <i>Erfpachtsituaties en voorkeursrechten</i>	<i>Uitvoerig DD onderzoek,</i> <i>Verzekeren tegen restitutieclaims</i> <i>Afsluiten van een valuta hedge</i>
<i>Contracten</i>	<i>Langere onderhandelingstermijn door onervarenheid partijen</i> <i>Koopovereenkomst geeft geen recht op afdwingen levering, tenzij...</i> <i>Onprofessionele markt</i> <i>Nieuw businessmodel voor ontwikkelaars</i> <i>Uitgebreidere contracten</i>	<i>Langer acquisitieproces onvermijdelijk</i> <i>Continue tekst en uitleg bieden en transparant blijven</i> <i>Koopovereenkomst notarieel inschrijven</i> <i>Sluiten uitgebreide overeenkomsten voor het verkrijgen van zekerheid, zoals de intentieovereenkomst</i> <i>Verzekeren tegen DD kosten indien onderhandelingen worden afgebroken</i>
<i>Dag-tot-dag optimalisering</i>	<i>Marktwerkingen hebben langer grip op het acquisitieproces</i> <i>Diepgaand DD onderzoek leidt continue tot nieuwe informatie die gevolgen heeft voor de acquisitie</i>	<i>Uitvoeren van volledig DD onderzoek</i>

Figuur 27 - Mate van zekerheid Bron: eigen bewerking

Transactiekosten van een acquisitieproces laten zich niet gemakkelijk vergelijken. Elk project heeft zijn eigen project-eigen kosten die, afhankelijk van het soort beleggingsobject, enorm kunnen verschillen. Daarnaast zijn er ook onvoorziene ex-post kosten mogelijk, die voorafgaand aan het project niet te voorspellen zijn. Onvoorziene kosten kunnen bijvoorbeeld het gevolg zijn van een te beperkte mate aan ingebouwde zekerheid in een contract. Het acquisitieproces is dan mogelijk gebrekking doorlopen wat misschien ex-ante acquisitiekosten heeft bespaard, maar dan terugkomt

naderhand in ex-post acquisitiekosten. Hoe hoger de mate van zekerheid is tijdens het acquisitieproces en dus hoe vollediger de gemaakte afspraken en overeenkomsten, hoe lager eventuele onvoorziene kostenposten in de toekomst zullen uitvallen.

Het beste laten zich de ex-ante transactiekosten vergelijken die voornamelijk bijdragen aan het behalen en vastleggen van zekerheid. Dit zijn de notariskosten, kadasterkosten en DD-kosten. Als deze kosten geanalyseerd en vergeleken worden bij de casussen, blijkt dat er grote verschillen bestaan tussen Nederland en Polen. De notariskosten liggen in Polen veel lager dan in Nederland. Daarentegen liggen de feitelijke DD kosten juist veel hoger, namelijk 1,5 tot 2 keer zo hoog. Dit terwijl de uurtarieven voor het inkopen van de expertise voor het DD onderzoek in Polen juist goedkoper zijn dan in Nederland. Het daadwerkelijke verschil is dus nog groter dan de cijfers doen blijken. Hoewel transactiekosten dus enorm kunnen verschillen per beleggingsobject, lijkt het er toch op dat bij de gebruikte casussen de verschillen evident zijn. De rede voor het uitgebreide DD onderzoek in Polen, komt mede door het ontbreken van een gestabiliseerde professionele institutionele residentiële beleggingsmarkt. Het transactieproces is daardoor veel uitgebreider en partijen zoeken zekerheid in uitgebreide overeenkomsten. Een laatste kostenpost die toegerekend kan worden aan de transactiekosten en die alleen in Polen voorkomt, zijn de kosten voor het afsluiten van de valuta hedge. Deze hedge dekt het valuta risico af. De kosten hiervoor liggen tussen de 1,9% en 2,6% van de acquisitiesom.

De directe rendementen in Nederland en Polen verschillen wezenlijk. Het gevonden bruto directe rendementen in Polen schommelen tussen de 7,5% en 8,5% waarbij de NAR tussen de 5,9% en 6,3% ligt. In Nederland laten de geanalyseerde casussen een gemiddelde BAR zien van 4,9% en een NAR van 4,0%. Zowel de BAR (38%) als de NAR (35%) liggen in Polen hoger dan in Nederland. Uiteraard is dit geen garantie voor andere beleggingsobjecten, aangezien elk project zijn eigen eigenschappen bezit en daarmee z'n eigen rendementsprofiel heeft. Echter, de cijfers liggen zo ver uit elkaar dat de conclusie wel getrokken kan worden dat de rendementen substantieel hoger liggen dan in Nederland.

5 Conclusie en aanbevelingen

5.1 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de hoofdvraag.

In welke mate biedt Polen, voor Nederlandse institutionele beleggers, zekerheid bij het doen van acquisities in vergelijking met Nederland en hoe verhouden de directe rendementen zich daarbij?

Als eerste dient opgemerkt te worden dat de markt voor institutionele beleggers in residentieel vastgoed in Polen nog nauwelijks bestaat. Pas sinds enige jaren zijn er een aantal institutionele beleggers, waaronder Bouwfonds, actief op de Poolse markt. Er is dus nog maar beperkt ervaring met de mate aan zekerheid die bereikt kan worden bij het doen van acquisities in Polen. Zeker ook omdat deze zekerheid niet alleen betrekking heeft op het feitelijke transactieproces, maar zich ook nog dient te bewijzen lang nadat de levering van een beleggingsobject heeft plaatsgevonden. Denk daarbij bijvoorbeeld aan afspraken rond garantietermijnen en geschillenregelingen. De analyse van de mate aan zekerheid is dus maar gebaseerd op beperkte ervaring. Institutionele beleggers in Polen zijn aangewezen op het realiseren van nieuw beleggingsvastgoed in samenwerking met lokale ontwikkelaars. Bestaand beleggingsvastgoed, met een omvang die interessant is voor institutionele beleggers, bestaat immers niet.

Door de input van ASR vastgoed vermogensbeheer, Syntus Achmea, het onderzochte project van Bouwfonds, Zakladowa, en de expert interviews is wel een beeld gekregen van het acquisitieproces in beide landen en de mate aan zekerheid die daarbij behaald kan worden. In de basis bieden de instituties zoals vastgesteld door Williamson een vergelijkbaar kader voor het realiseren van zekerheid in beide landen. In Polen zijn wel wat meer risico's waarneembaar, waar adequaat mee omgegaan moet worden. Deze risico's zijn echter goed te mitigeren, zodat dezelfde mate aan zekerheid gerealiseerd kan worden als in Nederland (Holtslag, 2018). In Figuur 28 zijn de belangrijkste verschillen benoemd en de maatregelen of adviezen die daarbij genomen kunnen worden om de mate aan zekerheid nog verder te verhogen.

<i>Institutie</i>	<i>Institutionele verschillen</i>	<i>Maatregel/advies</i>
<i>Informele instituties</i>	<i>Gebrek aan vertrouwen</i> <i>Onprofessionele markt / onervarenheid partijen</i> <i>Verschillen cultuur, normen en waarden</i>	<i>Bewust zijn van culturele verschillen, deze respecteren en hierop inspelen</i> <i>Transparante onderhandelingen voeren</i> <i>Investeren in een goed netwerk</i>
<i>Formele instituties</i>	<i>Minder transparantie en niet alle informatie digitaal beschikbaar</i> <i>Valuta risico's</i> <i>Erfpachtconstructies en restitutieclaims</i> <i>Voorkeursrechten van de staat</i>	<i>Uitgebreid DD onderzoek</i> <i>Verzekeren tegen restitutieclaims</i> <i>Kopen van een valuta hedge</i>

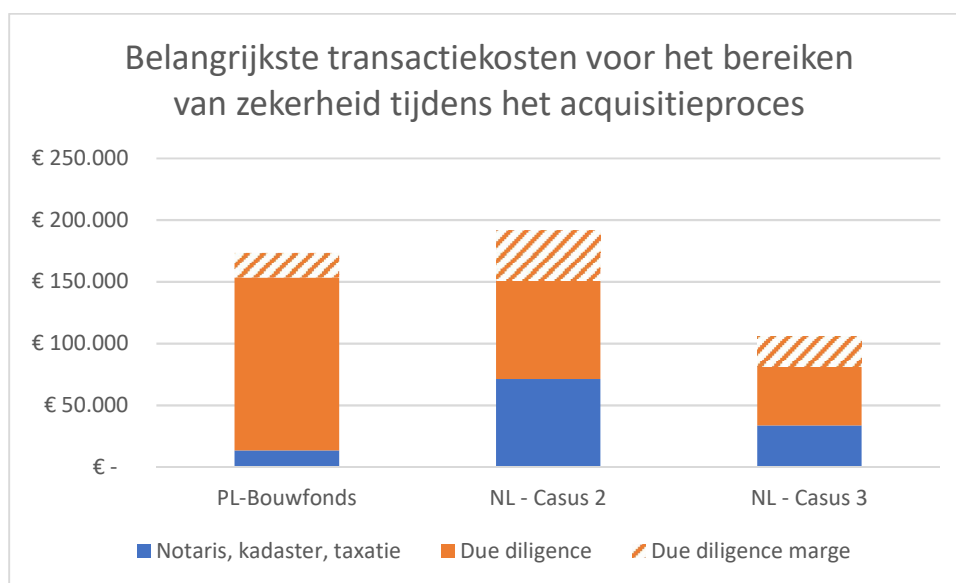
<i>Contractvorming</i>	<i>Belegger vraagt om nieuw businessmodel voor ontwikkelaars</i> <i>Koopovereenkomst geeft geen recht op afdwingen levering, tenzij...</i> <i>Meer partijen betrokken bij ontwikkeling turn-key beleggingsobjecten</i> <i>Opstellen uitgebreidere contracten voor verkrijgen zekerheid</i> <i>Onprofessionele markt / onervarenheid partijen</i>	<i>Zekerheid vastleggen door opstellen uitvoerige contracten</i> <i>Koopovereenkomst notarieel inschrijven</i> <i>Geen haastig transactieproces willen doorlopen</i> <i>Verzekeren tegen gevolgen afbreken transactieproces</i> <i>Rekening houden met een lang acquisitieproces</i> <i>Transparant blijven en tekst en uitleg geven</i>
<i>Dag-tot-dag optimalisering</i>	<i>Acquisitieproces loopt langer, meer kans op marktschommelingen</i> <i>DD onderzoeken leidt continu tot nieuwe informatie en dus wijzigende uitgangspunten</i>	<i>Uitgebreid DD onderzoek</i>

Figuur 28 - Afwijkingen mate aan zekerheid Polen ten opzichte van Nederland Bron: eigen bewerking

Op het niveau van de informele instituties zijn er grote culturele verschillen waarneembaar tussen de beide landen. Dit kan leiden tot minder vertrouwen of zelfs tot wantrouwen tussen partijen. Dit wordt mede versterkt door de onprofessionele markt, waarin partijen weinig ervaring hebben met institutionele beleggers. Bewust zijn van de culturele verschillen en het voeren van transparante onderhandelingen vergroot de mate aan vertrouwen en komt de efficiëntie van de gesprekken ten goede. Het hebben van een goed netwerk is daarbij van groot belang. Formele instituties zijn in de basis vergelijkbaar met Nederland, maar er dient meer onderzoek plaats te vinden naar bijvoorbeeld ruimtelijke plannen, voorkeursrechten, restitutieclaims en erfpachtconstructies. Ook is niet alle informatie makkelijk toegankelijk en transparant. Het DD onderzoek in Polen is dan ook veel uitgebreider en diepgaander dan dat in Nederland. Een ander groot verschil met Nederland is het valuta risico in Polen. Dit kan worden afgedekt met een valuta hedge. De contractvorming is vanwege het onprofessionele karakter van de markt veel uitgebreider. Partijen zoeken zekerheid door uitvoerige contracten op te stellen. Daarbij komt dat voor ontwikkelaars in Polen de institutionele belegger een nieuwe klant is met andere vastgoedeisen dan de gebruikelijke particulier. Dit betreft een nieuwe markt voor ontwikkelaars en om een turn-key project te leveren is samenwerking nodig tussen meerdere ontwikkelaars, namelijk de casco ontwikkelaar en een turn-key ontwikkelaar. Dit vergt uitvoerige contractvorming tussen alle betrokkenen. Beleggers dienen rekening te houden met lange transactieprocessen en het verdient de aanbeveling zich te verzekeren tegen de gemaakte transactiekosten, mocht de deal geen doorgang vinden. In de dag-tot-dag optimalisering wordt vraag en aanbod op elkaar afgestemd. Dit proces wordt gevoed door de beschikbare informatie en de marktwerking die tijdens het acquisitieproces van invloed is. Door de uitgebreide DD onderzoeken is het goed mogelijk dat informatie beschikbaar komt die de transactie wezenlijk beïnvloedt of zelf kan beëindigen. Denk daarbij aan grondverontreiniging die door verkoper niet genoemd is of een potentiële restitutieclaim. Vanwege het lange transactieproces heeft ook de gewone marktwerking langer invloed op het onderhandelingsproces.

Het acquisitieproces is in Polen, door het onprofessionele karakter van de markt, minder efficiënt dan in Nederland en neemt hierdoor meer tijd in beslag. De DD onderzoeken in Polen zijn daarbij veel uitgebreider dan in Nederland. Als het hele acquisitieproces goed doorlopen is en het

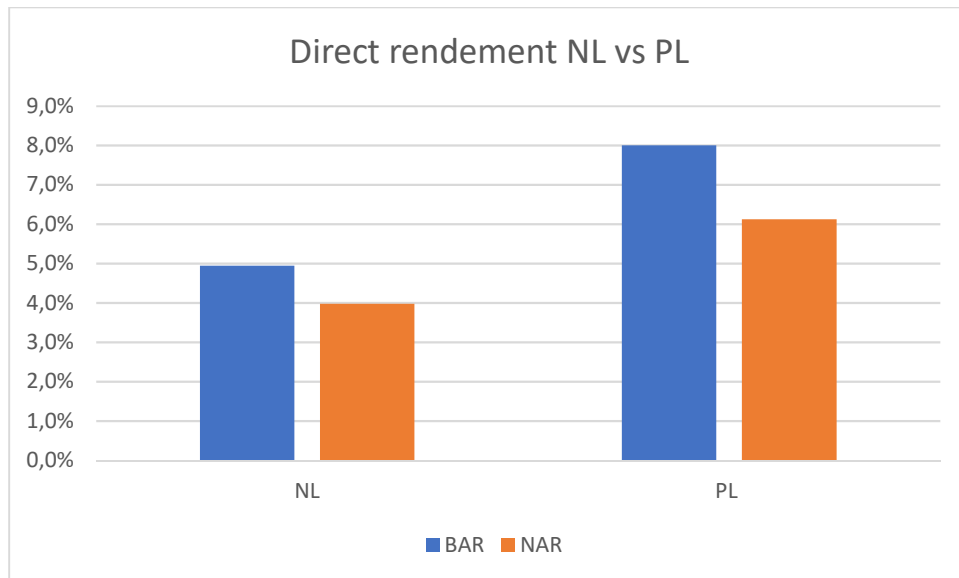
uitgebreide DD onderzoek heeft plaatsgevonden, is de uiteindelijke mate aan zekerheid op eenzelfde niveau te brengen als in Nederland. Het feit dat de weg daarheen echter veel moeizamer is, kan teruggevonden worden in de hogere transactiekosten die in Polen gemaakt worden. In de onderzoeken bij de casussen naar de hoogte van de DD kosten, zijn de verschillen groot te noemen. Hoewel de uitkomst van deze verschillen slechts op enkele casussen is gebaseerd, zijn de verschillen in transactiekosten groot genoeg om met zekerheid te zeggen dat deze kostenpost in Polen beduidend hoger ligt. Dit wordt verder nog bevestigd door Holtslag van Bouwfonds en Mendel van REAS. De zelfde mate aan zekerheid kan dus wel worden bereikt, maar wel tegen substantieel hogere transactiekosten. De kosten die voornamelijk bijdragen aan het verkrijgen van zekerheid, zijn de DD kosten en de notaris-, kadaster- en taxatiekosten. Deze kosten zijn in figuur 29 weergegeven voor de verschillende casussen, waarbij de mogelijke uitloop van de totale DD kosten is aangegeven in de DD marge.



Figuur 29 - Belangrijkste transactiekosten Bron: eigen bewerking

In Polen zijn de kosten van notaris, kadaster en taxatie dus veel lager dan in Nederland. Daarentegen vallen de DD kosten juist veel hoger uit. Dit terwijl de kosten van het inwinnen van expertise op uur basis in Polen veel goedkoper is. Dit duidt dus op de zwaarte en diepgang van de onderzoeken, die de belegger wenst uit te voeren, voor het verkrijgen van voldoende zekerheid.

De directe rendementen die in Polen gerealiseerd worden op residentieel vastgoed liggen eveneens hoger dan in Nederland. Op basis van de gedane onderzoeken kan gesteld worden dat het gemiddelde BAR 38% hoger ligt dan de rendementen op vergelijkbare beleggingsobjecten in Nederland en het NAR rond de 35%. Zie hiervoor figuur 30.



Figuur 30 - Directe rendementsvergelijking Bron: eigen bewerking

Deze hogere rendementen geven aan dat beleggers de risico's rond investeren in Polen hoger inschatten dan in Nederland. Waarschijnlijk een van de voornaamste risico's betreft het valuta risico. De financiële middelen voor vastgoedinvesteringen in Polen bestaan voor Nederlandse beleggers immer uit euro's. Deze moeten dus omgezet worden in Poolse Zloty's. Om deze risico's te mitigeren kopen beleggers een valuta hedge bij een bank om zo een vaste wisselkoers vast te leggen voor een bepaalde tijd. Tijdens het onderzoek is gebleken dat de kostenpost, voor een valuta hedge, rond de 1,9% en 2,6% ligt van de investeringssom. Deze kosten dienen dus door het extra rendement opgevangen te worden. Daarnaast zijn er ook nog risico's verbonden aan beleggen in Polen die in dit onderzoek niet zijn meegenomen. Denk daarbij aan politieke risico's, inflatierisico's en marktrisico's. Indien een belegger hier extra risico's verwacht, zal dit leiden tot een hogere risico-opslag in de rendementseisen. Holtslag geeft aan dat de minimale BAR voor Bouwfonds 200 basispunten hoger ligt dan in Nederland (Holtslag, 2018). Of deze hogere rendementen in Polen voldoende zijn om al de risico's af te dekken dient elke belegger voor zichzelf te bepalen.

5.2 Aanbevelingen

Aan de hand van de uitkomsten van het onderzoek kunnen er een aantal praktische aanbevelingen worden gedaan aan beleggers en kunnen aanbevelingen worden gedaan voor verder onderzoek.

De praktische aanbevelingen bestaan uit de volgende punten:

- Voor geïnteresseerde institutionele beleggers die toe willen treden tot de Poolse residentiële vastgoedmarkt, is het aan te bevelen om op voorhand te investeren in het opbouwen van een netwerk. Een goed netwerk kan het toetreden tot de markt enorm versoepelen en het acquisitieproces efficiënter maken. Er zijn verschillende ontwikkelaars op de markt die vastgoed kunnen realiseren, maar ervaring met institutionele partijen hebben maar een zeer beperkt aantal. Goede kennis van de markt en een betrouwbaar netwerk is hierbij van belang.
- Voor de particuliere belegger kan het de moeite waard zijn om eveneens toe te betreden de beleggingsmarkt. Vastgoed wordt belast in het land waar het is gelegen en in Polen zijn de belastingen aantrekkelijker dan in Nederland. Zeker nu in Nederland de Box 3 belastingen zijn veranderd en voor velen nu hoger uitvallen, biedt de Poolse beleggingsmarkt wellicht kansen. Door te beleggen in Pools woningvastgoed kan Box 3 vermogen worden onttrokken uit Nederland om dit vervolgens te investeren in relatief goed renderend beleggingsvastgoed in Polen. Hiernaar zou verder onderzoek gedaan moeten worden.

Onderzoek aanbevelingen zijn de volgende:

- Interessant zou het zijn om dit onderzoek te herhalen over een aantal jaren om te ervaren of de institutionele residentiële vastgoedbeleggingsmarkt ook daadwerkelijk verder geprofessionaliseerd is. Dit zou duidelijk kunnen worden doordat het acquisitieproces efficiënter doorlopen kan worden waardoor transactiekosten, en specifiek daarbij de DD kosten, zouden moeten dalen.
- Verdere onderzoek kan worden gedaan naar de overige risico's verbonden aan het beleggen in residentieel vastgoed in Polen. Zodoende kan een totaal beeld verkregen worden van alle risico's. Denk daarbij aan politieke risico's, marktrisico's en inflatierisico's.
- Als laatste onderzoek zou gekeken kunnen worden naar de indirecte rendementsverwachting van het residentieel vastgoed in Polen. De markt is momenteel volop in beweging en er worden veel nieuwbouwprojecten op de markt gebracht. Wat gaat dit doen met de vastgoedprijzen? Hoe ontwikkeld de koopkracht zich in Polen. Kunnen de prijsstijgingen die we vandaag de dag zien nog betaald worden in de toekomst of komt er een correctie in de markt?

Lijst van geïnterviewde

De heer R. Holtslag, Head of Acquisitions (Residential Real Estate) voor Bouwfonds Investment Management. Residential Funds and Area Manager Northern & Southern Europe at BPD Europe BV. Responsible for all residential acquisitions. This is for open funds as well as mandated funds. Area of operations: Europe (Western, Southern, Central and Eastern).

De heer P. Smagała, eigenaar en directeur van vastgoedadvocatenkantoor Smagała Strzelczyk Kancelarie radców prawnych in Wroclaw. De heer Smagała is vastgoed advocaat voor ontwikkelaars in Wroclaw.

De heer M. Dolasinski, ten tijde van interview partner bij No Limits Nieruchosmosci makelaardij in Wroclaw. Heden zelfstandig makelaar en vastgoedmanager in Wroclaw.

De heer M. Mendel PhD, MRICS, Partner at REAS, Residential Advisors. Extensive experience in property markets, international market research and analysis. Competence in intercultural, multilingual and interdisciplinary work environments.

De heer T. van Erp, ASR Vastgoed Vermogensbeheer, Acquisitie- en verkoopmanager Woningen bij ASR Vastgoed Vermogensbeheer

Verwijzingen

- [Alonso, S. \(2017, 12 20\). Waaron de EU de 'nucleaire optie' inzet tegen Polen. *NRC*.](#)
- [Anapana. \(2018\). *Projekty pod klucz*. Wroclaw: Anapana.](#)
- [Ark, R. v. \(2005\). *Planning, Contract en Commitment, naar een relationeel perspectief op gebiedscontracten in de ruimtelijke planning*. Delft: Eburon.](#)
- [Berkhout \(2010\). Marktwaarde als waarderingsgrondslag.](#)
- [BGK. \(2018, 2 15\). *Informatie over verhuur in Zakladowa straat*. Retrieved from \[www.funduszmieszkan.pl: https://funduszmieszkan.pl/property/wroclaw-zakladowa-14-4188-m2/\]\(https://funduszmieszkan.pl/property/wroclaw-zakladowa-14-4188-m2/\)](#)
- [BGK. \(2018, 1 15\). *Nieuwsberichten BGK*. Retrieved from \[www.funduszmieszkan.pl: https://funduszmieszkan.pl/centrum-prasowe/media-o-nas/bgk-funduszu-mieszkan-na-wynajem-inwestuje-we-wroclawiu-nowoczesne-mieszkania-w-atrakcyjnej-lokalizacji/\]\(https://funduszmieszkan.pl/centrum-prasowe/media-o-nas/bgk-funduszu-mieszkan-na-wynajem-inwestuje-we-wroclawiu-nowoczesne-mieszkania-w-atrakcyjnej-lokalizacji/\)](#)
- [Bouwfonds. \(2018\). *One pager Krakow Rakowicka*. Hoevelaken: Bouwfonds.](#)
- [Bouwfonds European Residential. \(2017\). *Offenes inländisches Publikums-Immobilien-Sondervermögen, Jahresbericht zum 30. April 2017*. Berlijn: Catella Real Estate.](#)
- [Bouwfonds European Residential Fund. \(2018, 3 15\). *Informatie over BERF*. Retrieved from \[www.bouwfondsim.com/nl/: http://www.bouwfondsim.com/nl/fund-items/bouwfonds-european-residential-fund/\]\(http://www.bouwfondsim.com/nl/fund-items/bouwfonds-european-residential-fund/\)](#)
- [Braw, E. \(2017, oktober 26\). *What Poland Can Do for Europe, A Bigger Role in Continental Defense*. Retrieved from \[https://www.foreignaffairs.com: https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/2017-10-26/what-poland-can-do-europe\]\(https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/2017-10-26/what-poland-can-do-europe\)](#)
- [Buitendijk, P. H. \(2009\). *Werken aan vertrouwen in organisaties. Management executive*, 10 - 15.](#)
- [CBRE and Baker McKenzie. \(2017\). *Residential Property Market in Poland*. Warschau: CBRE.](#)
- [Coase, R.H., *The nature of the firm*, *Economica*, 1937, pp. 386-405](#)
- [Core property management. \(2017\). *Core Poland Residential V*. Copenhagen: Core Property.](#)
- [Deweloper Tamar. \(2018, 3 1\). *Info over het project Sun House stage II*. Retrieved from \[www.temar.com.pl: https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house\]\(https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house\)](#)
- [Deweloper Tamar. \(2018, 3 1\). *Informatie over de afbouwprijzen van casco nieuwbouw*. Retrieved from \[www.temar.com.pl: https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house?id_investment=6&module=investments&action=subpage%2F3\]\(https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house?id_investment=6&module=investments&action=subpage%2F3\)](#)
- [Deweloper Tamar. \(2018, 3 1\). *nfor over project Sun House*. Retrieved from \[www.temar.com.pl: https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house\]\(https://www.temar.com.pl/inwestycje-mieszkaniowe/sun-house\)](#)
- [Die Presse. \(2017, juni 19\). *Mercedes-Benz baut erstes Werk in Polen*. Retrieved from \[Die Presse: http://diepresse.com/home/wirtschaft/unternehmen/5237172/MercedesBenz-baut-erstes-Werk-in-Polen\]\(http://diepresse.com/home/wirtschaft/unternehmen/5237172/MercedesBenz-baut-erstes-Werk-in-Polen\)](#)
- [Dołasiński, M. \(2018, januari 26\). *Produkt Manager Nieruchomosciach*. \(D. v. Beuningen, Interviewer\)](#)

[Domsfera. \(2018, 3 1\). Informatie over turn-key afbouw prijzen. Retrieved from www.domsfera.pl: http://domsfera.pl/oferta/pakiety-wykonczeniowe](http://domsfera.pl/oferta/pakiety-wykonczeniowe)

[Doorewaard, P. V. \(2007\). *Het onderwerp van een onderzoek*. Den Haag: Lemma.](#)

[Echo Investments. \(2018, 2 11\). *Info over project Grota, Echo investments*. Retrieved from http://grota111.pl/: http://grota111.pl/en/grota-111/inwestycja/](http://grota111.pl/en/grota-111/inwestycja/)

[Echo investments. \(2018, 2 10\). *Info over project Zebra, Echo investments*. Retrieved from http://echo-zebra.pl/en/: http://echo-zebra.pl/en/project/](http://echo-zebra.pl/en/project/)

[Echo Investments. \(2018, 2 10\). *Info over Zebra. Echo investments*. Retrieved from www.echo-zebra.pl: http://echo-zebra.pl/oferta/#!/stage/1/](http://echo-zebra.pl/oferta/#!/stage/1/)

[Funduszmieszkan. \(2018, 3 4\). *Informatie huurprijzen Dabrowskiego*. Retrieved from www.funduszmieszkan.pl: https://funduszmieszkan.pl/wyszukiwarka/?property-id=&location=wroclaw-dabrowskiego&type=any&max-price=&min-area=&max-area=](https://funduszmieszkan.pl/wyszukiwarka/?property-id=&location=wroclaw-dabrowskiego&type=any&max-price=&min-area=&max-area=)

[FunduszMieszkan - BGK. \(2018, 2 20\). *Informatie over het project Dabrowskiego*. Retrieved from www.funduszmieszkan.pl: https://funduszmieszkan.pl/centrum-prasowe/media-o-nas/bgk-funduszu-mieszkan-na-wynajem-inwestuje-we-wroclawiu-nowoczesne-mieszkania-w-atrakcyjnej-lokalizacji/](https://funduszmieszkan.pl/centrum-prasowe/media-o-nas/bgk-funduszu-mieszkan-na-wynajem-inwestuje-we-wroclawiu-nowoczesne-mieszkania-w-atrakcyjnej-lokalizacji/)

[Funduszmieszkan. \(2018, 3 4\). *Informatie over huurprijzen Zakladowa*. Retrieved from www.funduszmieszkan.pl: https://funduszmieszkan.pl/wyszukiwarka/?property-id=&location=wroclaw-zakladowa&type=any&max-price=&min-area=&max-area=](https://funduszmieszkan.pl/wyszukiwarka/?property-id=&location=wroclaw-zakladowa&type=any&max-price=&min-area=&max-area=)

[Gawin, M. \(2018, 2 15\). *Maandelijkse update over huurwaardes Polen*. Retrieved from www.bankier.pl: https://www.bankier.pl/wiadomosc/Ceny-ofertowe-wynajmu-mieszkan-styczen-2018-Raport-Bankier-pl-7569451.html](https://www.bankier.pl/wiadomosc/Ceny-ofertowe-wynajmu-mieszkan-styczen-2018-Raport-Bankier-pl-7569451.html)

[Glińska-Noweś, A. \(2012\). *POLISH BUSINESS CULTURE*. Nicolaus Copernicus University in Toruń: Faculty of Economic Sciences and Management Department of General Management.](#)

[Gratka Nieruchomosci. \(2018, 2 28\). *Info over ontwikkelproject Innova II*. Retrieved from Gratka.pl: http://dom.gratka.pl/inwestycja/wroclaw/home-broker/apartamenty-innova-ii/71865294.html#3](http://dom.gratka.pl/inwestycja/wroclaw/home-broker/apartamenty-innova-ii/71865294.html#3)

[Hazeu, C. A. \(2014\). *Institutionele economie*. Bussum: Coutinho.](#)

[Het Financieele Dagblad. \(2017, oktober 4\). Timmermans: investeerders steunen aanpak van Polen en Hongarije. *Het Financieele Dagblad*, p. 6.](#)

[Hoek-Gerritsen, S. v. \(2015\). *Schrijfgids voor economen*. Bussum: Coutinho.](#)

[Hofstede Insights. \(2018, 2 16\). *Informatie over de werking van het 6D model*. Retrieved from www.hofstede-insights.com: https://www.hofstede-insights.com/models/national-culture/](https://www.hofstede-insights.com/models/national-culture/)

[Holtslag, R. \(2018, 2 1\). Head of Acquisitions \(Residential Real Estate\) Bouwfonds Investment Management . \(D. v. Beuningen, Interviewer\)](#)

[IPD BeNeLux. \(2013\). *Definitielijst input- en outputparameters IPD Nederlandse Vastgoedindex*.](#)

[Janicka, K. N. \(maart 2011\). *Real Estate Investment in Poland, your legal guide*. Warschau: Clifford Chance.](#)

- Jarek Ratajczak . (2018, 2 10). *Info over nieuwbouwproject Student Depot*. Retrieved from Website van www.wroclaw.pl: <https://www.wroclaw.pl/biznes/akademik-student-depot-ul-robotnicza-96>
- JonesLangLasalle. (2012). *Taking Real Estate Transparency*.
- JonesLangLasalle. (2016). *Global Real Estate Transparency Index*.
- Keeris, W. (2001). *Vastgoedbeheer Lexicon*. Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Kisiel, M. (2018, 2 15). *Artikel over BGK fonds in Breslau*. Retrieved from www.bankier.pl: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Fundusz-Mieszkan-na-Wynajem-startuje-we-Wroclawiu-Ponad-1500-zl-za-26-mkw-7490166.html>
- Kisiel, M. (2018, 3 1). *Project BGK*. Retrieved from www.bankier.pl: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Fundusz-Mieszkan-na-Wynajem-startuje-we-Wroclawiu-Ponad-1500-zl-za-26-mkw-7490166.html>
- Mendel, M. (2018, februari 2). Partner Reas. (D. v. Beuningen, Interviewer)
- Mendel, M. (2018, 2 10). *The time is ripe for investments in rental housing in Poland*. Retrieved from www.reas.pl: <http://www.reas.pl/en/commentaries/the-time-is-ripe-for-investments-in-rental-housing-in-poland>
- Nooteboom, B. (2002). *Vertrouwen. Vormen, grondslagen, gebruik en gebruiken van. Academic service*.
- North, D. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Perquin, S. (2012). *Overdracht, of niet? Een onderzoek naar de effecten van de (tijdelijke)*. Amsterdam School of Real Estate.
- PWC, REAS and CMS. (2017). *Institutional Rental Market in Poland*. Warschau: Prepared by consultants and lawyers from REAS, CMS and PwC.
- Rouboutsos, A. (2016). *Public Private Partnership in Transport, Trends and Theory*. Abingdon: Routledge.
- Rüther, B. (2018, maart 12). Deputy Fund manager. (D. v. Beuningen, Interviewer)
- Segenhout, J. (2017, 8 28). 'Polen moet dankbaarder zijn voor solidariteit'. *Financieel Dagblad*, p. 5.
- Segenhout, J. (2017, 9 26). Poolse president grijpt weer in bij ruzie over Hoogerechtshof. *Financieel Dagblad*, p. 6.
- Smagała , P. (2018, februari 14). Kancelaire radców prawnych. (D. v. Beuningen, Interviewer)
- Stichting ROZ. (2017, oktober 27). *Stichting ROZ*. Retrieved from Stichting ROZ: <http://www.stichtingroz.nl/>
- Taxatierlijnen IPD Nederland Vastgoedindex. (2013). *Taxatierlijnen IPD Nederland Vastgoedindex*. Almere: An MSCI Brand.
- TPA and Reas. (2017). *Institutional investments in the Polish private rented sector*. Warschau: TPA Poland.

[Van Dale. \(2017, oktober 27\). Van Dale. Retrieved from Van Dale: http://www.vandale.nl](http://www.vandale.nl)

[Van Gool, P. J. \(2013\). Onroerend goed als belegging. Groningen/Houten: Noordhoff.](#)

[Wheaton, D. D. \(1996\). *Urban Economics and Real Estate Markets*. Upper Saddle River: Prentice Hall.](#)

[Williamson, O. \(2000\). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*, 595 - 613.](#)