

Het effect van faillissementen op de waardeontwikkeling van winkelvastgoed

In de periode 2012 - 2016 is het aantal winkelfaillissementen fors toegenomen. V&D, Macintosh en Perry Sport zijn hiervan sprekende voorbeelden. Dit artikel gaat in op de vraag wat het effect van een faillissement is op de markthuur van een specifieke winkelunit. Op basis van een multidimensionale paneldataset wordt door de Difference in Differences regressiemethode geconcludeerd dat er gemiddeld genomen geen robuust effect is gevonden dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden. Significant is dat de markthuur in panden waar een faillissement heeft plaatsgevonden, hoger is dan in panden zonder faillissement. De onderzoeksresultaten zijn in het bijzonder relevant voor taxateurs en winkelbeleggers.

door Wim van der Post, Sander van Welie en Martijn Droës

Faillissementen van retailers worden in de literatuur veelal direct in verband gebracht met negatieve effecten die gekoppeld zijn aan de leegstand van vastgoed. De negatieve effecten van leegstand op winkelgebieden zijn helder: het wegvallen van trekkracht, afname van passanten en verloedering zijn hiervan concrete voorbeelden (cf. Colliers, 2016; Berkers, 2016). Uiteindelijk kan dit leiden tot een negatieve spiraal en verdere groei van de leegstand in winkelgebieden, waardoor ook de markthuur negatief wordt beïnvloed (Ten Have, 2007; Haringsma,

2002; Bolt, 2003). Het directe effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit is tot op heden niet empirisch onderzocht. Daardoor weten we niet of faillissementen een negatief effect hebben op de markthuur. Voor vastgoedeigenaren is het van groot belang om de gevolgen van een mogelijk faillissement van de retailer in te schatten. De kennisleemte belemmert beleggers om tot een optimale strategie te komen voor winkelobjecten in bepaalde gebieden.



GEVOLGEN FAILLISSEMENT VOOR WINKELBELEGGERS

Faillisementen betekenen voor winkelbeleggers feitelijk een tussentijdse contractonderbreking als gevolg van een ondernemer die noodgedwongen haar exploitatie heeft moeten staken. Het op enig moment leegkomen van een winkelunit als gevolg van een faillissement voor de verhuurder impliceert feitelijk een voortijdige mutatie (cf. Van der Gijp et al., 2016). Daarbij zijn er vier scenario's denkbaar:

- 1) Het gefailleerde bedrijf wordt overgenomen waarbij ten aanzien van de winkelruimte een Indeplaatsstelling¹ wordt afgedwongen. De huurcondities blijven hetzelfde. Effect: Indeplaatsstelling (IDPS), te weten een bij wet geregelde vorm van contract overneming in ongewijzigde vorm.
- 2) Het gefailleerde bedrijf start door. De curator heeft onderhandeld met de verhuurder ten behoeve van voor de huurder betere huurcondities. Effect: incentive tot bijstelling van de huur teneinde het potentiële verhuurrisico te dempen, minder gunstige voorwaarden.
- 3) Het gefailleerde bedrijf wordt niet volledig overgenomen. Wel neemt een partij deels de passiva en/of activa van de gefailleerde onderneming over. De derde partij heeft belang bij de locatie en onderhandelt met verhuurder over nieuwe huurcondities. Effect: bijstelling van de huur.
- 4) De curator is er niet in geslaagd een doorstart of overname te realiseren of de overname partij heeft geen belang bij onderhavige locatie. Effect: leegstand/volledig nieuwe verhuur.

Voor de belegger hebben de laatste drie scenario's een direct negatief effect op de cashflow. Afhankelijk van de kwaliteit van een object zal er – crisis of niet – in meer of mindere mate interesse ontstaan bij retailers. Dit vormt ook het vertrekpunt van de nieuw overeen te komen huur. Daarbij zijn er zowel in de literatuur als in de praktijk reeds theoretische verbanden. De praktijk toont aan (Van Welie, 2017; Van der Gijp et al., 2016) dat er op de relatief goede locaties

bij vertrek of leegstand snel, soms direct, een opvolgende huurder wordt gevonden. Op deze locaties zou in theorie ook een huursurplus kunnen ontstaan ten opzichte van de gefailleerde huur. De verwachting is dat zowel type winkelsegment als type winkelgebied een rol zullen spelen. Een leegkomend object in een wijkwinkelcentrum in een kleine plaats zal mogelijk een groter negatief effect ondervinden van een faillissement dan in grote niet-dagelijkse winkelcentra.

Naast de kwaliteit speelt de *timing* van het faillissement een rol. De verhuurder zal een acceptabele - in termen van overeenkomstig de geldende markthuur - huurprijs nastreven. De markthuur is een door taxateurs vast te stellen prijs die een weergave vormt van vraag en aanbod in een vrije markt van een specifieke winkelruimte. De markthuur reageert vertraagd op gerealiseerde huurprijzen. Voor verhuurders is het de markthuur die aangeeft in hoeverre een bepaald huurniveau in de toekomst haalbaar lijkt, het geeft informatie over het risico. De markthuur heeft een directe relatie met het rendement van beleggers: het is een belangrijke inputvariabele bij de vaststelling van de marktwaarde bij verkoop door een taxateur. In het verlengde hiervan zal ook de mate waarin de geldende huur vóór faillissement afweek van de markthuur, invloed hebben op een eventueel surplus of verlies.

Ook is er een belangrijk institutioneel aspect aan het huurprijsvraagstuk. In Nederland is conform art. 7.303 bij wet geregeld dat zowel huurders als verhuurders na afloop van de eerste huurtermijn, en vervolgens om de vijf jaar (na eerdere vaststelling) – *'zo deze niet overeenstemt met die van vergelijkbare bedrijfsruimte ter plaatse'* - bij de rechter kunnen vorderen dat de huurprijs opnieuw wordt vastgesteld. De nieuw vastgestelde of vast te stellen huurprijs wordt de huurherzieningswaarde genoemd en betreft in feite de afgeleide van de markthuurwaarde. Deze kan echter substantieel afwijken van deze markthuur. De herzieningshuurwaarde is geba-

seerd op duidelijk vergelijkbare bedrijfsruimten welke ter plaatse zijn gelegen en waarbij de referentiehuur gebaseerd is op de gemiddelde huurprijs van vijf voorgaande jaren, ook wel de referentieperiode genoemd. De in artikel 7.303 genoemde uitgangspunten “ter plaatse” en “duidelijk vergelijkbaar” blijken echter arbitrair en zodoende vatbaar voor meerdere interpretaties (Verouden, 2015). Voor dit onderzoek is met name relevant dat er hiermee een institutionele inter-relatie tussen de huren ontstaat. Nieuwe transacties worden zodoende dus beïnvloed door fysiek in de buurt gelegen referenties. Daarmee hebben faillissementen een impact op de huur na het faillissement, maar dus ook tussen huren mét of zonder faillissement. Deze laatste ruimtelijke correlatie – zogenaamde spatial lags – vallen buiten de scope van dit artikel. Van belang is de theoretische verwachting dat er een relatie bestaat tussen de markthuur van gefailleerde winkelobjecten, met die van objecten waar geen faillissement heeft plaatsgevonden.

Samenvattend luidt de centrale hypothese van dit onderzoek: *de markthuur van een specifieke winkelunit zal zich negatief ontwikkelen als gevolg van een faillissement.*

Om deze theoretische veronderstelling diepgaand te toetsen zijn subhypothesen opgesteld die direct zijn te herleiden tot bovenstaande beschrijving van de literatuur.

1. *Wat is de mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement per ROZ-IPD winkelsegmenttype?*
2. *Wat is de mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement per ROZ-IPD winkelloccatietype?*
3. *Wat is de mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement voor de G15 sterkste Nederlandse winkelsteden in vergelijking tot andere Nederlandse steden?*

4. *Welk effect heeft de mate van over- of onderverhuur vóór faillissement van een specifieke winkelunit op de markthuur na faillissement van onderhavige winkelunit?*
5. *Wat is het effect van een mutatie door faillissement op de markthuur in vergelijking met het effect van een reguliere mutatie op de markthuur?*

Alvorens in te gaan op de gekozen methodologie nemen we eerst de dataset onder de loep.

DATASET

Het theoretisch kader heeft een basis gelegd voor de vraag met betrekking tot het effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit. De geformuleerde (sub) hypothese(n) worden getoetst door gebruik te maken van een statistische analyse. In de analyse wordt gebruik gemaakt van een omvangrijke verhuur- transactiedatabase van de institutionele vastgoedbelegger Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Ten behoeve van dit onderzoek is gebruik gemaakt van een dataselectie van 1.346 winkelruimten. Deze winkelruimten zijn gedurende de periode 2010 tot en met 2015 telkens in Q4 van dat jaar getaxeerd. Objecten waarbij data ontbreken door bijvoorbeeld aansen verkopen in deze periode, zijn niet meegenomen in de dataset.

De paneldataset bestaat uit 29 verschillende variabelen. De dataset bestaat onder andere uit identificatievariabelen, locatievariabelen, tijdsvariabelen en transactievariabelen. Verder zijn meerdere dummy variabelen gegenereerd. Er is sprake van één afhankelijke variabele, de markthuur. De markthuur wordt conform de ROZ (2007: p. 16) door een externe taxateur vastgesteld op basis van de jaarhuur voor het gehele object die op het meetmoment behaald kan worden uitgaande van optimale marketing en biedingsproces. In de dataset worden de theoretische huurinkomsten per winkelruimte gebruikt. Dit zijn bruto huurinkomsten in verhuurde staat. In het geval de winkelruimte in niet-verhuurde of niet-volledige verhuurde

staat verkeerd, worden de bruto huurinkomsten met de markthuurlaan gevuld conform de taxatie.

De mate van over- en of onderverhuur betreft het verschil tussen de markthuurlaan en de theoretische huurinkomsten. Deze variabele toont aan in hoeverre de huidige huurprijs een afspiegeling is van de prijs die de markt op dat moment in vrije omstandigheden bereid zou zijn te betalen.

Er zijn twee dummy variabelen omtrent faillissementen. *Fly'n* is een dummy variabele die aangeeft of er sprake is (geweest) van een faillissement in een specifieke winkelruimte. De variabele *Flwan* is een dummy variabele die aangeeft vanaf welk moment er sprake is van een faillissement in een specifieke winkelruimte.

Voor het bepalen van de sterkste winkelsteden wordt in dit onderzoek gebruik gemaakt van de door Van der Gijp et al. (2016) gedefinieerde lijst van de G15 sterkste winkelsteden².

In de mutatieanalyse wordt gekeken naar het effect van wel of geen mutatie en wel of geen faillissement. In deze analyse wordt de dummy-variabele *mutatie* gebruikt. Deze variabele geeft weer of er een mutatie plaats heeft gevonden. Deze variabele vergelijkt de *huurdernaam* met de *huurdernaam* van het voorgaande jaar. Er wordt verondersteld dat er een mutatie heeft plaatsgevonden in het geval dat de huurdernaam is veranderd naar een nieuwe naam of naar leegstand. Een uitgebreide steekproef ter controle van deze data, heeft de constatering dat er daadwerkelijk sprake is van een mutatie bij naamswijziging robuust gestaafd. Deze variabele meet alle mutaties. Ook de mutaties als gevolg van een faillissement. Tussentijdse onderhandelingen over de contractstermijn in ruil voor verlagingen van de huurprijs vallen dus buiten de dataset aangezien de hurende entiteit gelijk blijft en niet met zekerheid vast te stellen is of hier al dan niet (ook) sprake is van een faillissement.

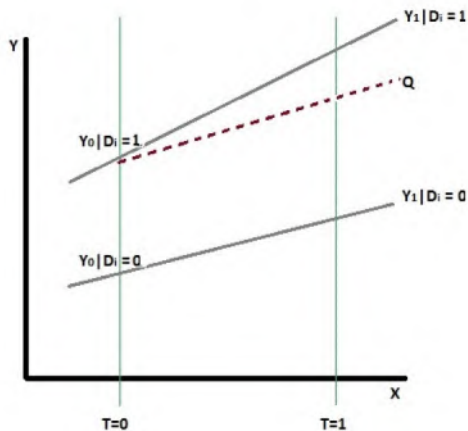
De volgende sectie gaat in op de gebruikte methode voor de statistische analyse.



ANALYSEMETHODE

Er hebben drie verschillende regressieanalyses plaatsgevonden, gebaseerd op de *Difference in Differences* methode. Deze methode maakt het mogelijk om het effect van bepaalde behandelingen en/of interventies binnen een populatie te meten. De gemiddelde verandering van een bepaalde variabele over een bepaalde periode van de zogenaamde *treatment group* (oftewel de behandelde groep) wordt vergeleken met de gemiddelde verandering van dezelfde variabele en periode van de *control group*. Vervolgens wordt de gemiddelde verandering van de behandelde groep afgetrokken van de gemiddelde verandering van de *control group*. De waarde die overblijft kan dan toegewezen worden aan de behandeling (Wooldridge, 2011).

FIGUUR 1 ► RESULTATEN ONDERZOEK



bron: eigen bewerking

De lijn aangegeven door 1 geeft de behandelde groep weer, de lijn aangegeven door 0 de controle-groep. De waarden van beide groepen worden gemeten in de eerste periode, $T=0$. Vervolgens vindt er een behandeling en/of interventie plaats waarvan men het effect wil meten. De waarden voor de tweede periode, $T=1$, worden ook gemeten. Omdat de

behandelde groep op een ander moment (op $T=0$) is gestart, dient dit verschil ervan afgetrokken te worden. Hiervoor wordt het resultaat dus gecorrigeerd voor tijdseffecten. Wat overblijft is het verschil tussen Q en $Y1|D=1$.

In deze studie zal het effect van een faillissement op de afhankelijke variabele Markthuur (*Mhjaar*) worden getoetst. De behandelde groep bestaat uit de groep winkelunits waar een faillissement heeft plaatsgevonden en de controlegroep bestaat uit de overige winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden. De gemeten periode loopt van $T=0$, Q4 2010 tot $T=1$ is Q4 2015. Onderstaande stappen zijn gevolgd in dit onderzoek:

Stap 1)

Van de winkels die in de periode Q4 2010 tot en met Q4 2015 failliet zijn gegaan, de *treatment group*, wordt de markthuur in Q4 2015 verminderd met de markthuur van Q4 2010. Het verschil in markthuur van de *treatment group* is het resultaat.

Stap 2)

Vervolgens wordt de markthuur Q4 2015 van de *control group* verminderd met de markthuur Q4 2010. Het verschil in markthuur van de *control group* is het resultaat.

Stap 3)

Om het 'normale' verschil uit de resultaten te filteren worden beide verschillen wederom van elkaar afgetrokken (treatment - control) waardoor het *Difference in Differences* resultaat ontstaat.

De *Difference in Differences* toets zal middels een regressieanalyse worden uitgevoerd. Een regressieanalyse analyseert en voorspelt de samenhang tussen één afhankelijke variabele en meerdere onafhankelijke variabelen. Het voordeel van een regressieanalyse is dat we kunnen controleren voor variabelen die de markthuur bepalen en mogelijk het

effect van faillissement oppikken. De regressie-vergelijkingen die in dit onderzoek zijn gehanteerd zien er als volgt uit:

$$\text{Markthuur}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Treatment}_i + \beta_2 \text{ Treatmenteffect}_{it} + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Markthuur}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Treatment}_i + \beta_2 \text{ Treatmenteffect}_{it} + \beta_3 X_{it} + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Markthuur}_{it} = \alpha^i + \beta_0 + \beta_1 \text{ Treatment}_i + \beta_2 \text{ Treatmenteffect}_{it} + \beta_3 X_{it} + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Het eerste deel van bovenstaande formules geeft het verschil aan tussen de markthuur in de *treatment group* en het tweede deel van de formules het verschil tussen de markthuur in de *control group* ($Y_{i|D=0} - Y_{0|D=0}$). *Treatment_i* pikt eventuele selectie effecten op door te controleren voor verschillen in markthuur tussen de *control en treatment group*. De eerste vergelijking (1) betreft de basisvergelijking waarbij enkel het effect van faillissementen op de markthuur wordt gemeten. De tweede formule (2) voegt daaraan een set van controlevariabelen toe.

Dit betreffen de indicatorvariabelen met betrekking tot het ROZ-IPD winkelsegmenttype, de ROZ-IPD winkellocatietypologie, de mate van onder- of oververhuur, de G15 aantrekkelijkste binnensteden en tot slot een dummy ten aanzien van huurmutaties. De derde (3) en meest omvattende regressievergelijking hanteert *fixed effects*. De β_0 , β_1 en β_2 geven hier de verandering weer van de markthuur voor de *control group* en de *treatment group*, overeenkomstig $Y_{i|D=1} - Y_{0|D=1}$, figuur 1. Uiteindelijk is β_2 het *treatment-effect_{it}* de coëfficiënt waar in deze studie op wordt gefocust. Deze heeft betrekking op het jaar van het faillissement en de periode daarna. De β_3 is de coëfficiënt voor de set van controlevariabelen. Daaraan worden toegevoegd t_t , de tijdconstante fixed effects voor economische trends. De α_i komt er in vergelijking (3) bij. Dit betreffen alle *fixed effects* voor de tijdconstante variabelen waarvoor wordt gecorrigeerd. Door toevoeging van ε_{it} , de foutterm, wordt uiteindelijk rekening gehouden met factoren die niet bekend zijn.

RESULTATEN

Tabel 1 geeft de resultaten van de *Difference in Difference* test weer. Gemiddeld genomen is niet significant aangetoond dat faillissementen de markthuur van specifieke winkelunits beïnvloeden. Dit is robuust aangetoond middels het *fixed effects* regressiemodel. Aangezien duidelijk faillissementen de markthuur niet significant beïnvloeden wordt verondersteld dat de additionele interactievariabelen in dit model een groot deel van de variatie verklaren. Oftewel, de markthuur wordt verklaard door compositie-effecten³.

TABEL 1 ► DIFFERENCE IN DIFFERENCE

	BASIS REGRESSIE	MET ONAFHANKELIJKE VARIABELEN	FIXED EFFECTS
	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)
Faillissement y/n	0.429*** (0.124)	0.178 (0.121)	0.245*** (0.0566)
Interactie Faillissement	-0.138 (0.102)	0.00492 (0.100)	0.0441 (0.0698)
Dum mutaties		-0.195*** (0.0432)	
Dum Binnenstedelijke winkelstraat		-0.602*** (0.206)	
Dum Buurtcentrum		-0.323 (0.396)	
Dum Grootschalige concentratie		-0.0607 (0.193)	
Dum Hoofdwinkelgebied groot		0.148 (0.122)	
Dum Hoofdwinkelgebied klein		0.0357 (0.134)	
Dum Kernverzorgend centrum groot		-0.506*** (0.128)	
Dum Kernverzorgend centrum klein		-0.334** (0.163)	
Dum Stadsdeelcentrum		-0.563*** (0.152)	
Dum Verspreide bewinkeling		0.151 (0.354)	
Dum Wijkcentrum Groot		-0.831*** (0.199)	
Dum Wijkcentrum Klein		-0.601*** (0.193)	
Dum Gemengd gebruik overig		-0.905*** (0.132)	
Dum Grote steden - secundair		0.156 (0.202)	
Dum Middelgrote steden - primair		-0.293** (0.118)	
Dum Middelgrote steden - secundair		-0.111 (0.131)	
Dum Grote buurt- en wijkcentra		0.0285 (0.153)	
Dum Kleine buurt- en wijkcentra		-0.159 (0.180)	
Dum Kleine stadscentra		0.178 (0.140)	
Dum PDV/GDV-locaties		0.153 (0.286)	
Dum G15 aantrekkelijke winkelsteden		0.355*** (0.0900)	
Dum Onderverhuur cat. 3		0.771*** (0.0872)	
Dum Onderverhuur cat. 2		0.617*** (0.0909)	
Dum Onderverhuur cat. 1		0.530*** (0.0859)	
Dum Oververhuur cat. 1		0.521*** (0.0831)	
Dum Oververhuur cat. 2		0.441*** (0.0836)	
Dum Oververhuur cat. 3		0.288*** (0.0789)	
Dum jaar 2011	0.0222*** (0.00611)	0.0298*** (0.00956)	0.0229*** (0.00492)
Dum jaar 2012	0.0435*** (0.00947)	0.0483*** (0.0132)	0.0402*** (0.00729)
Dum jaar 2013	0.0161 (0.0110)	0.0568*** (0.0163)	0.00816 (0.00840)
Dum jaar 2014	-0.0196* (0.0114)	0.0349** (0.0177)	-0.0296*** (0.00832)
Dum jaar 2015	-0.0560*** (0.0136)	-0.00327 (0.0194)	-0.0702*** (0.00929)
Constant	10.81*** (0.0296)	10.58*** (0.0982)	10.83*** (0.00514)
Observations	7,880	7,880	7,880
R-squared	0.011	0.199	0.040
Number of cnr	1,323	1,323	1,323

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Significant met 1% is aangetoond dat de markthuur in observaties met faillissementen gemiddeld 24,5% hoger ligt dan zonder in de *fixed effects*-regressie analyse. Het feit dat de meest robuuste fixed effects-regressieanalyse dit verschil aantoont, bevestigt de verwachting dat de markthuur in de panden waar een faillissement heeft plaatsgevonden in de onderzoeksperiode, hoger is dan in de panden zonder faillissementen. Het is niet verwonderlijk dat huurders die een huurprijs betalen boven het marktconforme niveau eerder failleren. Deze huurders betalen immers kennelijk relatief 'te veel' huur ten opzichte van de markthuur. Dit drukt het totale exploitatieresultaat van een *retailer*. Aangezien niet significant wordt aangetoond dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden is heterogeniteit aan het model toegevoegd met een selectie van onafhankelijke interactievariabelen.

INTERACTIEVARIABLEN

Er is sprake van interactie-effecten als het effect van een onafhankelijke variabele op de afhankelijke variabele, afhangt van de waarde van een andere onafhankelijke variabele. Door de toevoeging van interactievariabelen aan het *fixed effect* model ontstaan bepaalde patronen in het faillissementseffect. Tabel 2 toont de relevante uitkomsten. Er wordt variatie rondom het gemiddelde faillissementseffect aangetoond. De jaarinteractie dummyvariabelen tonen in deze studie aan dat na een faillissement de markthuur na verloop van tijd cumulatief onder druk komt te staan. Hoewel dit niet significant is aangetoond geeft dit wel een duidelijk patroon weer. Met de interactievariabelen kunnen een aantal institutionele verbanden tussen de huren nader uiteengezet worden.

1. *Mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement per ROZ-IPD winkelsegmenttype?*

Als we vervolgens kijken naar het verschil tussen markthuur voor specifieke winkelunits na faillissement en winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden is er op zowel de markthuur voor faillissement als markthuur na faillissement geen significant effect aantoonbaar voor de onafhankelijke variabele ROZ-IPD-winkelsegment. Significant is aangetoond dat de winkelunits gelegen in de kernverzorgende centra groot en de stadsdeelcentra, een markthuur hebben die respectievelijk 50% en 56% lager is dan van de winkelunits in de binnensteden. Betreffende een effect van faillissementen op de markthuur laat *tabel 2* zien dat alleen met voldoende waarnemingen aangetoond is dat de markthuur van winkelunits in hoofdwinkelgebieden klein significant reageert op faillissementen. De markthuur van deze winkelunits is ten opzichte van de referentiecategorie binnenstad gemiddeld 23,6% lager na een faillissement. De overige dummyvariabelen behorende tot de ROZ-IPD-winkelsegmentering, tonen geen significante effecten ten opzichte van de referentiecategorie aan.

2. *Mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement per ROZ-IPD winkellocatietype?*

In zijn algemeenheid is er op zowel de markthuur zonder faillissement als markthuur na faillissement geen significant effect aangetoond voor de onafhankelijke variabele winkeltypologie. Significant en met 28% van de waarnemingen is wel aangetoond dat de winkelunits in de middelgrote steden primair een markthuur hebben die 29% lager is dan van de winkelunits in de grote steden-primair.

Met betrekking tot het effect van faillissementen op de markthuur is alleen met voldoende waarnemingen aangetoond dat er voor winkelunits

gelegen in de middelgrote steden-secundair een significant effect plaatsvindt. Ten opzichte van de referentiecategorie is de markthuur voor winkelunits gelegen in middelgrote steden-secundair gemiddeld 26,4% lager na een faillissement. De overige dummy variabelen behorende tot winkeltypologie, tonen geen significante afwijkingen aan ten opzichte van de referentiecategorie.

3. Mate van verschil tussen de markthuur van specifieke winkelunits na faillissement in vergelijking tot winkelunits zonder faillissement voor de G15 sterkste Nederlandse winkelsteden in vergelijking tot andere Nederlandse steden?

Op basis van de dataset kan niet significant worden aangetoond dat winkelunits die zijn gelegen in een van de G15 aantrekkelijkste binnensteden geconfronteerd worden met een minder groot effect op de markthuur. Wel is aangetoond dat winkelunits die zijn gelegen in één van deze steden een gemiddelde markthuur hebben die 35% hoger is dan in steden buiten de G15. Ten opzichte van de referentiecategorie, niet zijnde G15, is tevens aangetoond dat de markthuur in de panden met faillissementen gemiddeld genomen 26,8% hoger is dan in de panden zonder faillissementen.

4. Welk effect heeft de mate van over- of onderverhuur vóór faillissement van een specifieke winkelunit op de markthuur na faillissement van onderhavige winkelunit?

De mate van onder- en/of oververhuur dummyvariabelen geven voor elke categorie (zowel onderverhuur als oververhuur) een significant resultaat. Aangezien de betreffende dummyvariabelen enkel een vooraf vastgesteld verschil tussen de markthuur en de theoretische jaarhuur - gecategoriseerd - representeren, valt een robuust significant effect te verwachten. Significant is aangetoond dat winkelunits die zijn oververhuurd in cat. 1 en cat. 2 (0%-5% en 5% tot 10% oververhuurd) respectievelijk een 10,7% en 14,7% lagere huur hebben na een faillissement.

Er zal sprake zijn van een relatief (te) hoge, niet marktconforme, huurprijs voor faillissement die een bijstelling na faillissement van eerst de huurprijs en vervolgens de markthuur tot gevolg heeft. Significant is eveneens aangetoond dat winkelunits die zijn onderverhuurd in cat. 1 en cat. 2 (0%-5% en 5% tot 10% onderverhuurd) respectievelijk een 28,3% en 14,7% hogere huur hebben na een faillissement.

Na faillissement kan men waarschijnlijk een hogere huurprijs realiseren. Het ligt niet in de lijn der verwachting dat hierdoor de markthuur significant toeneemt. Na faillissement is er immers eerder sprake van een 'correctie' richting de markthuur. Het feit dat markthuren significant stijgen doet vermoeden dat er boven-marktconforme huurprijzen, na faillissement, zijn gerealiseerd.

De overige dummyvariabelen behorende tot de *mate van onder- en oververhuur* tonen aan dat er geen significante afwijkingen ten opzichte van de referentiecategorie kunnen worden aangetoond.

5. Wat is het effect van een mutatie door faillissement op de markthuur in vergelijking met het effect van een reguliere mutatie op de markthuur?

De mutatiedummy geeft significant aan dat er gemiddeld genomen na een wisseling van huurder sprake is van een 19,5% lagere markthuur. Met betrekking tot het effect van faillissementen op de markthuur kan niet significant worden aangetoond dat er een extra effect na een faillissement op de markthuur is ontstaan bij winkelunits met mutaties in vergelijking tot winkelunits zonder mutaties. Ten opzichte van de referentiecategorie, geen mutaties, is aangetoond dat de markthuur in de panden met faillissementen gemiddeld genomen 1,1% hoger is dan in de panden zonder faillissementen.

TABEL 2 ► DIFFERENCE IN DIFFERENCE, FIXED EFFECTS MET INTERACTIEVARIABLEN

	ROZ-IPD Winkelsegment	ROZ-IPD Winkel- typologie	Onder- en oververhuur	G15	Mutatie	Jaar na faillissement
	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)
Faillissementen y/n	0.180 (0.111)	0.165 (0.113)	0.248*** (0.0387)	0.268*** (0.0289)	0.246*** (0.0553)	
Interactie faillissementen	0.125 (0.138)	0.144 (0.141)	-0.0378 (0.0837)	0.0710 (0.130)	0.0400 (0.0647)	
Inter Jaar van faillissement						0.0688 (0.0571)
Inter 1 jaar na faillissement						0.0559 (0.0769)
Inter 2 jaar na faillissement						-0.00925 (0.0942)
Inter 3 > jaar na faillissement						-0.0213 (0.0964)
Inter Dum Mutaties					0.0114 (0.0232)	
Inter Dum Binnenstedelijke winkelstraat	-					
Inter Dum Buurtcentrum	-0.163 (0.141)					
Inter Dum Grootchalige concentratie	-0.446** (0.209)					
Inter Dum Hoofdwinkelgebied groot	-0.121 (0.141)					
Inter Dum Hoofdwinkelgebied klein	-0.236* (0.140)					
Inter Dum Kernverzorgend centrum groot	-0.168 (0.142)					
Inter Dum Kernverzorgend centrum klein	0.000703 (0.136)					
Inter Dum Stadsdeelcentrum	-0.0284 (0.156)					
Inter Dum Verspreide bewikeling	-					
Inter Dum Wijkcentrum groot	-					
Inter Dum Wijkcentrum klein	-0.0981 (0.142)					
Inter Dum Gemengd gebruik overig		-				
Inter Dum Grote steden-secundair		-0.339** (0.164)				
Inter Dum Middelgrote steden-Primair		-0.176 (0.143)				
Inter Dum Middelgrote steden- Secundair		-0.264* (0.150)				
Inter Dum Grote buurt- en wijkcentra		-0.0685 (0.166)				
Inter Dum Kleine buurt- en wijkcentra		-0.156 (0.147)				
Inter Dum Kleine stadscentra		-0.141 (0.142)				
Inter Dum PDV/GDV-locaties		-0.485** (0.235)				
Inter Dum G15 aantrekkelijke winkelsteden				-0.0561 (0.135)		
Inter Dum Onder-verhuur cat. 3			0.0674 (0.0738)			
Inter Dum Onder-verhuur cat. 2			0.147*** (0.0552)			
Inter Dum Onder-verhuur cat. 1			0.107* (0.0564)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 1			0.283** (0.127)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 2			0.228*** (0.0698)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 3			0.0266 (0.0594)			
Constant	10.82*** (0.00817)	10.84*** (0.00832)	10.83*** (0.0554)	10.83*** (0.00635)	10.83*** (0.00513)	10.83*** (0.00539)
Dum Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7,880	7,880	7,880	7,880	7,880	7,880
R-squared	0.046	0.047	0.050	0.041	0.041	0.042
Number of cnr	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323

Clustered standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

Faillissementen zorgen in winkelgebieden voor een afname van het aantal passanten en een oplopende leegstand. Op grond van het onderzoek kan worden geconstateerd dat er gemiddeld genomen geen robuust bewijs is dat faillissementen de markthuur beïnvloeden. Het regressiemodel veronderstelt dat de markthuur wordt verklaard door compositie-effecten en niet door faillissementen. Er is significant aangetoond dat panden met faillissementen een gemiddeld genomen hogere markthuurprijs hebben.

Voor veel beleggers is de markthuurprijs een maatstaf op grond waarvan nieuwe verhuuringen plaats vinden. De nieuw te realiseren huurprijs moet overeenkomstig de vigerende markthuur zijn. Deze wordt meegenomen in de besluitvorming. In dergelijke gevallen is er feitelijk sprake van een klassiek 'kip-en-ei'-verhaal. De markthuur volgt huurprijzen en huurprijzen volgen de markthuur. Het onderzoek toont aan dat bij een (te) hoge markthuur de kans op faillissementen hoger is. Beleggers worden daarom geadviseerd kritisch naar de markthuur en de realiteit van huurprijzen te kijken. Meer balans tussen beide variabelen zal het risico van een faillissement verminderen. Zeker met het nog fundamenteel veranderende marktbeeld kan dit bijdragen aan de rendementsdoelstellingen van beleggers.

In dit onderzoek is expliciet het effect van faillissementen op winkelunits onderzocht. Het effect op naastgelegen winkelunits en/of winkelgebieden valt buiten de scope van dit onderzoek. Ook in hoeverre de huurprijs en of

markthuur verschilt na een faillissement met dat van een (reguliere) huurprijsherziening komt voor vervolgonderzoek in aanmerking. Daarbij moet ook het tijdselement niet worden onderschat: in dit onderzoek is sprake van een relatief constant negatief economisch klimaat. Als laatste factor van belang zijn de incentives die in dit onderzoek buiten beschouwing zijn gelaten omdat de data ontbrak. Het gebruik van huurincentives zou een mogelijke verklaring voor de belangrijkste bevindingen kunnen zijn. In eerste instantie zouden beleggers een toename van de winkelleegstand kunnen beantwoorden met het verstrekken van huurincentives. Buitelaar (2015) heeft dit effect reeds aangetoond voor de kantorenmarkt.

In het verlengde hiervan is een kwalitatieve studie naar de impact op de verhuurbaarheid van omliggend winkelvastgoed van grote waarde voor beleggers en overheden. Vooral nabijgelegen winkelobjecten zullen geconfronteerd worden met de afwaardering van de markthuur als gevolg van faillissementen. Daarnaast ontstaan door dit onderzoek ook de eerste kwantitatieve inzichten omtrent de effecten van de huurwetgeving. Deze wetgeving staat sinds jaar en dag ter discussie. Meer diepgaand onderzoek kan de interrelatie van huurprijzen specifiek in beeld brengen.

Dit artikel is een weergave van en aanvulling op de MRE-scriptie van Sander van Welie (2017) bij de Amsterdam School of Real Estate. Het onderzoek is begeleid door Martijn Dröes en Wim van der Post. De auteurs danken Lars Kulk voor zijn bijdrage aan de conceptversie.

OVER DE AUTEURS

Drs. Wim van der Post is Programma Manager van de MRE opleiding en is werkzaam op het raakvlak van strategie en vastgoed (Leadership, Strategy & Real Estate) aan de Amsterdam School of Real Estate.

Sander van Welie MSc MRE is werkzaam als Transaction Manager bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

Dr. Martijn Droës is verbonden als assistant professor real estate finance aan de Universiteit van Amsterdam, de ASRE, en het Tinbergen instituut.

VOETNOTEN

- 1 In de plaatsstelling in het huurrecht bedrijfsruimte is een bijzondere in de wet geregelde vorm van contract overname: de vertrekkende huurder stelt de komende huurder in zijn plaats in een bestaande huurovereenkomst die ongewijzigd wordt voortgezet.
- 2 De GI5 bestaat uit de steden Amsterdam, Utrecht, Den Haag, Rotterdam, Breda, Den Bosch, Eindhoven, Tilburg, Maastricht, Enschede, Nijmegen, Arnhem, Zwolle, Haarlem en Groningen.
- 3 Compositie-effecten zijn effecten van een geaggregeerd kenmerk van een groep. In dit geval gaat het om de interactievariabelen zoals winkelstad of winkelsegment, bovenop de effecten die te herleiden zijn tot individuele kenmerken van objecten.

LITERATUUR

- Berkers, W.A.W. (2016). *Leegstaande V&D-panden: middelgrote steden in het nauw?* Masterthesis Economische Geografie, Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Bolt, E. J. (2003). *Winkelvoorzieningen op waarde geschat. Theorie en Praktijk*. Nuth: Drukkerij Rosbeek BV.
- Buitelaar, E. (2015). Kantorenleegstand, incentives en huurprijzen. *ASRE Paper*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Groen, J.G. (2015). *Winkelleegstand in Nederlandse binnensteden*. Masterthesis Economische Geografie, Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Haringsma, J. (2002). Huurniveau's winkels nauwkeurig te bepalen. *WPM Research Quarterly*, Amsterdam: WPM Groep.
- ROZ. (2007). *Definitielijst*. Almere: ROZ/IPD.
- Stek, B., A. Ouweland (2016). *V&D winkelgebieden wacht nieuwe impuls. Faillissement V&D versnelt polarisatie Nederlands winkellandschap*. Colliers, Colliers International Research Retail.
- Ten Have, G.M. (2007). *Taxatieleer vastgoed I*. Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Van der Gijp, B., J. de Baaij (2016). *Faillissementen bevestigen tweedeling op de winkelmarkt*. Research & Development Department Syntrus Achmea Real Estate & Finance, Amsterdam.
- Van Welie, S.C. (2017). *Van faillissement naar waardeontwikkeling, een onderzoek naar het effect van faillissementen op de ontwikkeling van de markthuurwaarde van winkelvastgoed*. MRE Thesis, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Verouden, S. (2015). *Is markthuur de heilige graal?* MRE Thesis, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Wooldridge, J. (2011). "What's new in econometrics?" Lecture 10 difference-in-differences estimation." NBER Summer Institute.