

De opkomst van *Real Estate as a Service* binnen onroerend goed als belegging
Zijn vastgoedfinanciers hier op voorbereid?



Scriptie MRE opleiding 2015-2017
Amsterdam School of Real Estate
Auteur: Roman Wagenaar
Begeleider: dr. J. Vis MBA CMC RV FRICS
2e lezer: drs. M. Paelinck

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie 'De opkomst van *Real Estate as a Service* binnen onroerend goed als belegging. Zijn vastgoedfinanciers hier op voorbereid?' Dit onderzoek heb ik uitgevoerd ter afronding van mijn studie tot Master of Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate.

De bankensector is hard geraakt tijdens de laatste (vastgoed)crisis. Naar aanleiding daarvan eist de toezichthouder dat banken hun vermogenspositie versterken en geen buitensporige risico's meer aangaan. Vastgoedleningen vormen een belangrijk deel van de activa van banken. Adequate beoordelingsmodellen zijn daarom essentieel om risico's in te schatten en op een verantwoorde manier beleggingsvastgoed te blijven financieren. Met dit exploratieve onderzoek naar de effecten van *Real Estate as a Service* op de financierbaarheid van beleggingsvastgoed, heb ik getracht een bijdrage te leveren aan deze doelstelling.

De studie naar dit onderwerp heeft mij een zeer interessante visie doen ontwikkelen op de sub-sector *Real Estate as a Service*. De diepte interviews met de experts hebben mij veel extra informatie en nieuwe zienswijzen verschaft. Zonder hun medewerking en enthousiaste bijdrage had ik dit onderzoek nooit kunnen voltooien. Daarvoor mijn hartelijke dank.

Daarnaast wil ik ook mijn scriptiebegeleider de heer Jan Vis danken voor zijn flexibiliteit en inhoudelijke feedback. Tenslotte ben ik ook dank verschuldigd aan Alison Macro en Cocky Mokveld voor het meedenken en hun support. Bovenal dank ik mijn vriendin Chris voor haar onvoorwaardelijke steun, geduld en begrip gedurende de maanden dat ik aan deze MRE scriptie heb gewerkt.

Roman Wagenaar

Amsterdam, November 2017

Management samenvatting

Het onderwerp van mijn scriptie past binnen een bredere maatschappelijke ontwikkeling: de opkomst van de deel-economie ook wel *sharing economy* genoemd. Hierbij is bezit of permanent gebruik niet langer de norm, maar voert beschikbaarheid en gemak voor de consument de boventoon. Ook in de vastgoedmarkt zien we deze invloeden, zoals Airbnb op de particuliere woningmarkt en *co-working* concepten op de kantorenmarkt. Dit type vastgoed wordt aangeduid met het verzamelbegrip 'Real Estate as a Service' (REaaS), een relatief nieuwe, maar snel groeiende sub-sector van de vastgoedmarkt. REaaS speelt in op de al maar groter wordende vraag naar flexibiliteit in huisvesting van zowel particuliere, als corporate gebruikers. De toegenomen dynamiek op de vastgoedmarkt heeft tot gevolg dat eigenaren hun vastgoed actief moeten positioneren, waar zij voorheen de makelaar opdracht gaven het vastgoed te verhuren.

In dit exploratieve onderzoek staat de vraag centraal of de criteria (en methoden) bij het beoordelen van traditioneel beleggingsvastgoed door banken nog relevant zijn nu beleggingsvastgoed steeds meer kenmerken krijgt van exploitatie vastgoed. Voorheen werd vooral gelet op aspecten als het huurcontract en de kwaliteit van het vastgoed. Bij REaaS kan de eigenaar niet langer financieel comfort ontlenen aan een langdurig huurcontract, maar wordt hij geconfronteerd met een veelheid aan gebruikers die hij telkens opnieuw moet overtuigen met een pakkend huisvestingconcept. Hieruit komt naar voren dat een succesvolle exploitatie cruciaal is voor een rendabel vastgoed concept. Voor banken betekent dit dat zij met een integrale visie de onderliggende kasstromen van het betreffende business model moeten beoordelen. Nieuwe kritische succesfactoren doen hun intrede en deze moeten door banken worden geïntegreerd in hun analyse.

Het onderzoek bestaat uit een theoretisch deel waarbij de huidige beoordelingsmodellen en –criteria worden getoetst op hun werking in het licht van een veranderend business model. Vervolgens wordt aan de hand van een *case study* inzichtelijk gemaakt welke tekortkomingen zich in de praktijk voordoen bij het beoordelen van een financieringsverzoek van een REaaS concept. Vervolgens wordt met acht individuele experts de impact besproken van REaaS op de vastgoedmarkt. De behandelde thema's zijn: de omvang en reikwijdte van REaaS op de vastgoedmarkt, de veranderende business modellen, de risicoperceptie van REaaS ten opzichte van traditioneel beleggingsvastgoed en vanzelfsprekend ook de beoordelingsmodellen – en criteria die banken gebruiken bij financieringsaanvragen betrekking hebbend op Real Estate as a Service. Het onderzoek toont aan dat de huidige beoordelingscriteria toe zijn aan een grondige revisie.

Inhoud

| | |
|--|----|
| 1. Inleiding..... | 5 |
| 1.1 Aanleiding tot het onderzoek..... | 5 |
| 1.2 Probleemstelling..... | 6 |
| 1.3 Theoretisch kader | 6 |
| 1.4 Doelstelling | 6 |
| 1.5 Hoofdvraag en deelvragen | 7 |
| 1.6. Onderzoeksoepzet..... | 7 |
| 1.7. Relevantie | 8 |
| 1.8. Leeswijzer..... | 8 |
| 2. Opkomst van Real Estate as a Service..... | 10 |
| 2.1. Inleiding | 10 |
| 2.2. Positie van onroerend goed als belegging binnen het gehele beleggingsspectrum | 10 |
| 2.3. Aanleiding voor de opkomst van exploitatie vastgoed..... | 12 |
| 2.4. Flexibilisering van de vastgoedmarkt | 15 |
| 2.5. Kantoren | 16 |
| 2.6. IFRS 16 Leases | 17 |
| 2.7. Deelconclusie | 19 |
| 3. Veranderende business modellen van vastgoed..... | 20 |
| 3.1. Inleiding | 20 |
| 3.2. Voorbeeld veranderend business model..... | 20 |
| 3.4. Implicaties van actiever beheer van vastgoed | 23 |
| 3.5. Criteria van de Belastingdienst | 24 |
| 3.6. Perspectief vanuit de banken..... | 25 |
| 3.7. Deelconclusie | 27 |
| 4. Theoretisch kader | 28 |
| 4.1. Inleiding | 28 |
| 4.2. BAR/NAR en de Huurwaardekapitalisatiemethode | 28 |
| 4.3. Canvas Business Model | 30 |
| 4.4. Beperkingen bestaande modellen | 32 |
| 4.6. Is exploitatie vastgoed een vorm van vastgoed voor eigen gebruik?..... | 34 |
| 4.7. Deelconclusie | 35 |
| 5. Case study: The Student Hotel | 36 |

| | |
|--|----|
| 5.1. Inleiding | 36 |
| 5.2. The Student Hotel: hybride business model..... | 36 |
| 5.3. Financieringsverzoek | 37 |
| 5.4. Tekortkomingen traditionele beoordelingmethoden en – criteria | 37 |
| 5.5. Deelconclusie | 40 |
| 6. Uitwerking van de onderzoeksvraag..... | 41 |
| 6.1. Inleiding | 41 |
| 6.2. Gehanteerde onderzoeksmethodiek | 41 |
| 6.3. Experts | 41 |
| 6.4. Onderzoeksvragen en stellingen..... | 43 |
| 6.5. Samenvatting | 45 |
| 7. Uitwerking resultaten..... | 46 |
| 7.1. Inleiding | 46 |
| 7.2. Markt voor exploitatie vastgoed..... | 46 |
| 7.3. Beoordelingsmodellen: DCF of BAR/NAR | 48 |
| 7.4. Beoordelingscriteria | 49 |
| 7.5. Stellingen (risicoperceptie)..... | 54 |
| 7.6. Conclusie | 56 |
| 8. Conclusie | 58 |
| 8.1. Inleiding | 58 |
| 8.2. Beantwoording Centrale Onderzoeksvraag..... | 58 |
| 8.3. Beantwoording deelvragen | 58 |
| 8.4. Reflectie en aanbevelingen | 60 |
| 9. Literatuurlijst | 62 |

1. Inleiding

1.1 Aanleiding tot het onderzoek

De economische crisis in Nederland is het dieptepunt voorbij. Met de groei van de economie is een nieuwe trend waarneembaar: de deel-economie (*sharing economy*). Door verschillende elektronische platforms zoals Airbnb, Uber en Peerby worden goederen en diensten uitgeleend aan en verleend door consumenten. Flexibiliteit bij het aangaan van financiële verplichtingen is voor consumenten belangrijker geworden. Hetzelfde geldt voor bedrijven. Veel grote bedrijven, met name in de financiële dienstverlening, zijn in de laatste tien jaar drastisch gekrompen, met name het personeelsbestand. Andere ondernemingen zijn gedwongen geweest hun bedrijfsvoering anders in te richten of een strategische heroriëntatie door te maken. Voor organisaties die veranderen is flexibiliteit nodig om te kunnen meebewegen op de conjuncturele golven van de economie en de wisselende wensen van klanten en afnemers. Deze noodzakelijke flexibiliteit heeft zich laten zien op de arbeidsmarkt waar ondernemingen in de laatste jaren een 'flexibele schil' (CPB, 2016) van arbeidsrelaties hebben. Een vergelijkbare flexibele schil voor zakelijke huisvesting kan ook worden gezien bij de invulling van de huisvestingswensen van ZZP-ers, bedrijven en ondernemingen.

Als gevolg van de veranderende vraag van de gebruikers van zakelijke huisvesting, verandert ook het aanbod. Het aantal vernieuwende kantoorconcepten, zoals WeWork, Spaces en Tribes, groeit. Daarnaast zijn er hybride vastgoedconcepten zoals Zoku en The Student Hotel ontstaan waarbij er sprake is van functiemenging (wonen, werken en diensten) binnen eenzelfde gebouw. Al deze nieuwe vastgoedconcepten hebben als kenmerk dat de gebruiker veel flexibiliteit en service wordt geboden. Het gebruikerscontract waarmee huisvesting en andere diensten worden afgenomen kan zo kort of lang, zo beperkt of uitgebreid zijn als nodig.

De aanbieders van deze kantoorconcepten zijn eveneens nieuw. Waar voorheen een langdurig huurcontract werd gesloten met de eigenaar van het vastgoed, is er tegenwoordig in toenemende mate sprake van een ontkoppeling tussen het eigendom van het vastgoed en de aanbieder van de huisvestingsdienst. Dit verschijnsel wordt in de Anglo-Saksische wereld aangeduid als *Real Estate as a Service (REaaS)*. In het Nederlands zou dit kunnen worden vertaald als 'exploitatie vastgoed'. In dit onderzoek worden beide termen gebruikt. De aanbieders van exploitatie vastgoed hebben doorgaans een duidelijke merknaam (*branding*) en benaderen specifieke doelgroepen met een op hen gerichte campagne. Voor de aanbieder van exploitatie vastgoed is de economische werkelijkheid dat de bezetting en daarmee de inkomsten van het vastgoed dagelijks kunnen wisselen. Alhoewel dagelijks schommelende inkomsten niet nieuw zijn in vastgoed, bijvoorbeeld in de hotelserie, is het wel nieuw voor de kantorensector. In dit onderzoek zullen deze nieuwe kantoorconcepten en de hybride vastgoedconcepten centraal staan.

Met de opkomst van exploitatie vastgoed wordt de beleggingsmarkt voor onroerend goed dynamischer in het beheer daarvan. In het verleden werd vastgoed vaak voor een lange periode verhuurd aan een, bij voorkeur, solide huurder. Indien het vastgoed zich ook nog op een A1 locatie bevond dan werd dit als een veilige, lange termijn belegging gezien. Er was geen aanleiding om de belegging tijdens de duur van het huurcontract actief te beheren. Het was een overzichtelijke

‘bedrijfsketen’ met een rechtstreekse relatie tussen aanbieder en eindgebruiker. Dergelijk vastgoed zal in dit onderzoek worden aangeduid als: ‘traditioneel vastgoed’.

1.2 Probleemstelling

Dit onderzoek is primair gericht op de beoordelingsmodellen die banken gebruiken bij financieringsaanvragen voor beleggingsvastgoed in de context van exploitatie vastgoed. Bij traditioneel vastgoed wordt voornamelijk gekeken naar criteria als de kwaliteit van het vastgoed en de aard van het huurcontract. Bieden deze criteria ook voldoende houvast bij de beoordeling van een financieringsaanvraag voor exploitatie vastgoed of moeten daarbij additionele aspecten betrokken worden? In hoeverre verschilt het business model van een kantoorconcept als Spaces nog van een hotelconcept zoals NH Krasnapolsky? Immers, bij beide concepten speelt de optimalisatie van de bezettingsgraad en opbrengst per vierkante meter (of zoals een andere eenheid als kamer, gast, bezoeker of gebruiker) een belangrijke rol. Indien vastgoed als belegging niet langer de traditionele rol vervult van een zelfstandig renderend kapitaalgoed, maar transformeert tot een productiefactor die benodigd is voor het aanbieden van een huisvestingsdienst, vergt dit misschien wel een geheel andere benaderingswijze bij de beoordeling van de financierbaarheid van vastgoed met een exploitatie component.

1.3 Theoretisch kader

De beoordelingsmodellen die banken hanteren zijn gestoeld op twee verschillende methoden. Zo zijn er methoden die het vastgoedobject als uitgangspunt nemen en daar een bepaalde huurwaarde aan toekennen om die vervolgens te kapitaliseren. In de literatuur worden de Huurwaarde-kapitalisatiemethode en de BAR/NAR methode genoemd (Van Gool et al., 2013). Een andere manier om een financieringsaanvraag te beoordelen is om de geldstromen te analyseren die voortvloeien uit het onderliggende bedrijfsplan. De ‘discounted cash flow’ methode (hierna te noemen de ‘DCF’ methode) is hiervoor een veelgebruikte methode.

Van beide methoden wordt de werking beschreven met daarbij de omstandigheden waarin deze methoden toepasbaar zijn voor zowel traditioneel als exploitatie vastgoed. Aan de hand van een theoretische analyse van de bestaande modellen zal worden beoordeeld of er tekortkomingen zijn in de huidige beoordelingsmodellen van banken. Een *case study* van een hybride vastgoedconcept wordt beschreven als verduidelijking van de vraag. Tenslotte zal de uitkomst van de analyse getoetst worden door middel van interviews met een aantal experts, werkzaam in de taxatie-, beleggings-, en bankensector, alsmede met twee experts geselecteerd uit de sector Real Estate as a Service.

1.4 Doelstelling

Dit onderzoek is vooral verkennend en kwalitatief van aard. De opkomst van exploitatie vastgoed is een zichtbare trend maar het is niet duidelijk welke reikwijdte dit heeft op de diverse segmenten van de vastgoed markt. Door een beargumenteerde inschatting te presenteren van de omvang van deze trend, wordt tevens de relevantie van het onderzoek duidelijk.

Een tweede doelstelling is om inzicht te geven op welke manier het business model van commercieel vastgoed verandert door de opkomst van exploitatie vastgoed. Vervolgens wordt de toepasbaarheid

getoetst van de huidige beoordelingsmodellen die banken gebruiken bij financieringsaanvragen voor beleggingsvastgoed. Eventuele tekortkomingen zullen worden benoemd, waarbij aanbevelingen zullen worden gedaan tot aanpassing van de huidige beoordelingsmodellen.

Met dit exploratieve onderzoek naar de effecten van exploitatie vastgoed wens ik een bijdrage te leveren aan de doelstelling van de bankensector om op een verantwoorde manier beleggingsvastgoed te financieren.

1.5 Hoofdvraag en deelvragen

Uit bovenstaande kan de volgende hoofdvraag worden gedestilleerd:

'Zijn de criteria (en methoden) bij het beoordelen van traditioneel beleggingsvastgoed door banken nog relevant nu beleggingsvastgoed steeds meer kenmerken krijgt van exploitatie vastgoed?'

Om deze centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden zijn de antwoorden op onderstaande deelvragen van belang.

Deelvraag 1:

Hoe kan exploitatie vastgoed worden gedefinieerd?

Deelvraag 2:

Wat is de reikwijdte van exploitatie vastgoed?

Deelvraag 3:

Op welke theorie zijn de huidige beoordelingsmodellen van financiers gebaseerd?

Deelvraag 4:

Voldoen de bestaande beoordelingsmodellen?

Deelvraag 5:

Zijn er verschillen tussen de beoordelingsmodellen (-criteria) van traditioneel vastgoed en die van exploitatie vastgoed?

Deelvraag 6:

Wat moeten banken doen om de beoordelingsmodellen (-criteria) aan te passen?

Deelvraag 7:

Moeten banken de gangbare financieringsstructuren aan te passen bij exploitatie vastgoed?

1.6. Onderzoeksopzet

Het onderwerp van dit onderzoek betreft een relatief nieuwe trend waar nog weinig literatuur over is verschenen. Dat heeft tot gevolg dat de centrale onderzoeksvraag exploratief van aard is (Baarda, 2014) en daarmee heeft de gehanteerde onderzoeksmethodiek een kwalitatief karakter. Dit biedt de onderzoeker de mogelijkheid om een relatief nieuw onderwerp of trend te verkennen (Boeije, 2014). Eerst zal de positie van vastgoed worden geduid als aparte categorie in het spectrum van beleggingsmodelijkheden. Daarbij wordt aandacht besteed aan de redenen van Nederlandse institutionele beleggers om in vastgoed te beleggen. Vervolgens worden de marktomstandigheden beschreven die hebben geleid tot de opkomst van exploitatie vastgoed.

Daarna volgt het theoretisch kader waarbij de methoden worden beschreven die ten grondslag liggen aan de beoordelingsmodellen die banken hanteren bij financieringsaanvragen voor beleggingsvastgoed. Vanuit de theorie wordt beredeneerd of deze modellen in de huidige vorm nog op een adequate manier toepasbaar zijn nu beleggingsvastgoed steeds meer kenmerken van exploitatie vastgoed krijgt. De onderzoeksvraag zal vanuit de praktijk inzichtelijk worden gemaakt met een *case study*. De casus betreft een financieringsverzoek voor een hybride vastgoedconcept met een significante exploitatie component. Het doel van de beschrijving van de casus is tweeledig. Enerzijds wordt inzichtelijk gemaakt in welk opzicht het business model van exploitatie vastgoed afwijkt van traditioneel vastgoed. Anderzijds wordt duidelijk of er tekortkomingen zijn als de beoordelingsmodellen voor traditioneel vastgoed worden toegepast.

De onderzoeksvraag wordt vervolgens in de praktijk getoetst aan de hand van diepte interviews met experts uit verschillende beroepsgroepen. Met deze resultaten zal antwoord worden gegeven op de primaire onderzoeksvraag en de deelvragen. Het onderzoek wordt afgesloten met conclusies en aanbevelingen.

1.7. Relevantie

De bankensector is hard geraakt tijdens de laatste (vastgoed)crisis. Naar aanleiding daarvan eist de toezichthouder dat banken hun vermogenspositie versterken en geen buitensporige risico's meer aangaan. Vastgoedleningen vormen een belangrijk deel van de activa van banken. Adequate beoordelingsmodellen zijn daarom essentieel om risico's in te schatten en op een verantwoorde manier beleggingsvastgoed te blijven financieren. Op zich is exploitatie vastgoed geen nieuw fenomeen voor de vastgoedmarkt, in de hotellerie bestaat het al geruime tijd. De kenmerken van exploitatie vastgoed manifesteren zich de laatste jaren ook in andere segmenten van de vastgoedmarkt. Er is tot op heden weinig wetenschappelijk onderzoek verricht naar de actuele en geprognosticeerde omvang van deze verandering. Vanuit het gezichtspunt van financiers van vastgoed is het belangrijk de implicaties van de uitbreiding van exploitatie vastgoed te begrijpen en vervolgens te evalueren of de beoordelingsmodellen voor financiering nog adequaat zijn.

1.8. Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk wordt de opkomst van exploitatie vastgoed beschreven aan de hand van verschillende verschijningsvormen op de diverse segmenten van de vastgoedmarkt. De herkomst van deze trend wordt geanalyseerd aan de hand van de veranderde vraag naar vastgoed en de gevolgen hiervan op het aanbod. In hoofdstuk drie worden de verschillende modellen beschreven die banken

gebruiken bij het beoordelen van financieringsaanvragen en theorieën waarop deze zijn gebaseerd. Om het effect van de opkomst van exploitatie vastgoed te duiden, wordt met behulp van een voorbeeld de gevolgen voor het business model inzichtelijk gemaakt. Vanuit de theorie wordt geanalyseerd of bestaande beoordelingsmodellen nog wel toereikend zijn of dat zij aanpassing behoeven. Deze problematiek wordt duidelijk gemaakt met de in hoofdstuk vijf behandelde *case study*. In hoofdstuk zes wordt de onderzoeksvraag uitgewerkt voor het praktijkgedeelte van dit onderzoek: de diepte interviews met experts. De resultaten uit de interviews worden in hoofdstuk zeven weergegeven. In het afsluitende hoofdstuk worden de hoofd- en deelvragen beantwoord. In dat hoofdstuk worden tevens aanbevelingen en suggesties voor aanvullend/vervolgonderzoek gepresenteerd.

2. Opkomst van Real Estate as a Service

2.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de opkomst van Real Estate as a Service als onderdeel van beleggingsvastgoed beschreven. Eerst zullen de redenen van beleggers om in vastgoed, als aparte beleggingscategorie, te beleggen worden behandeld. Daarna wordt de achtergrond van de marktomstandigheden geschetst waartegen REaaS kon ontstaan. Daaropvolgend worden de impact en de verschijningsvormen van exploitatie vastgoed beschreven per segment van de vastgoedmarkt. Vervolgens wordt een inschatting gemaakt van de huidige en toekomstige omvang van de REaaS markt. Daarbij wordt speciaal aandacht besteed aan de mogelijke impact van nieuwe boekhoudregels op de vraag naar REaaS concepten. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een deelconclusie.

2.2. Positie van onroerend goed als belegging binnen het gehele beleggingspectrum

Tot in de jaren 60 van de vorige eeuw lag de nadruk van beleggers op de samenhang tussen risico en rendement. Met de introductie van het *Capital Asset Pricing Model*, parallel geïntroduceerd door Sharpe (1964), Treynor (1962), Lintner (1965) en Mossin (1966) (zie o.a. Elton et al., 2013), ontstond meer aandacht voor de onderlinge samenhang van risico en rendement van verschillende investeringsdoelen. Beleggers zagen in dat spreiding van de beleggingsportefeuille zou kunnen zorgen voor een beter rendement bij gelijkblijvend risico, of een lager risicoprofiel bij gelijkblijvend rendement.

2.2.2. Korte geschiedenis van beleggen in vastgoed

Vergeleken met de handel in obligaties en aandelen bestaat de beleggingscategorie vastgoed nog maar kort. Historisch belegden Nederlandse institutionele beleggers voornamelijk in onderhands schuldpapier. Vanaf de zestiger jaren nam de interesse voor vastgoedbeleggingen toe (IVBN, 2015). Na de Tweede Wereldoorlog werden, door het omvangrijke tekort aan woningen, op grote schaal nieuwbouwwijken gerealiseerd waarin, daartoe door de overheid gestimuleerd, werd belegd. Daarna verminderde het aandeel van de institutionele beleggers in de nieuwbouw door de opkomst van woningbouwcorporaties en de nadruk van de politiek op het stimuleren van particulier woningbezit. In het midden van de jaren 70 investeerden institutionele beleggers veelal in projecten gericht op het voorzieningsniveau van woonwijken zoals bijvoorbeeld winkelcentra. Verder maakte vanaf die jaren de zakelijk dienstverlening een sterke groei door en ontstond er een toenemende behoefte aan kantoorruimte. Standaardisering van gebruikersspecificaties heeft de aantrekkelijkheid van kantoren als beleggingscategorie vergroot. In de jaren 90 ontstond interesse vanuit institutionele beleggers voor bedrijfsverzamelgebouwen en logistiek. Van recentere datum is de interesse voor parkeergarages en zorgvastgoed.

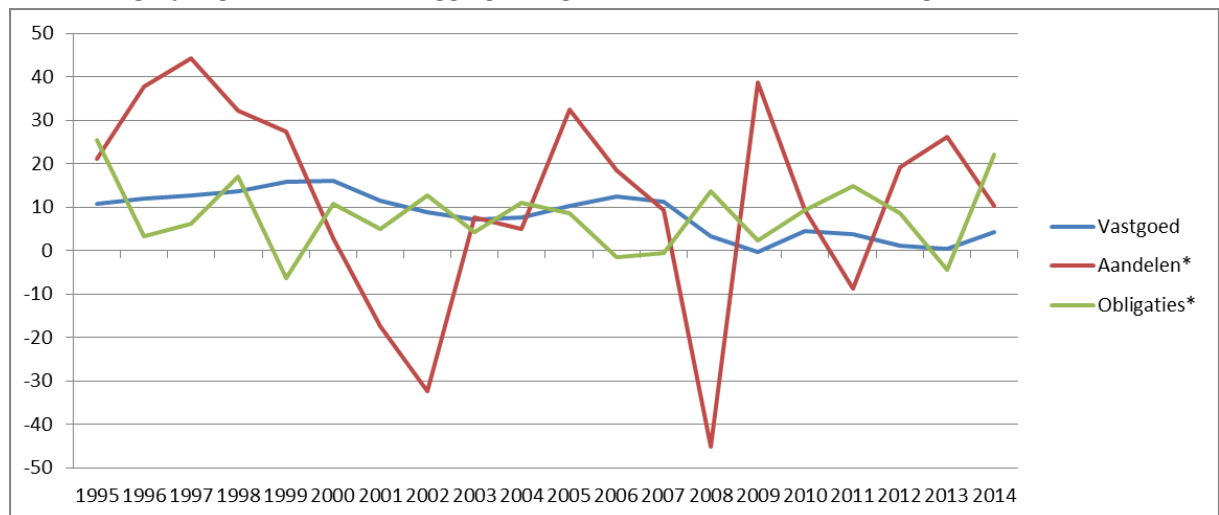
Waar institutionele beleggers tot de 21^{ste} eeuw hoofdzakelijk rechtstreeks in Nederlands vastgoed (direct vastgoed) investeerden, beleggen zij tegenwoordig vooral via beursgenoteerde vastgoedfondsen (indirect vastgoed) en hoofdzakelijk buiten de landsgrenzen.

2.2.3. Redenen om in vastgoed te beleggen

Er zijn vier belangrijke overwegingen om in vastgoed te beleggen:

1. Het rendement - risicoprofiel

Het lange termijn rendementsprofiel van Nederlands vastgoed laat een gunstig en stabiel beeld zien in vergelijking met andere beleggingscategorieën zoals aandelen en obligaties.



Figuur 1: Vergelijk totaal rendement 1995-2014 (IVBN, 2016)

In de periode 1995 – 2014 lag het gemiddeld rendement van direct vastgoed hoger dan bij staatsobligaties en iets lager dan bij aandelen. Het risicoprofiel van direct vastgoed lag juist lager dan bij beide andere beleggingscategorieën. Dit gunstige rendement – risicoprofiel geldt voor alle vastgoedsectoren.

2. Relatief stabiel cashrendement

Het rendement van vastgoed is opgebouwd uit twee componenten: het directe rendement en het indirecte rendement. Het directe rendement wordt gekenmerkt door stabiliteit, terwijl het indirecte rendement doorgaans zorgt voor fluctuaties in het totaal rendement. Het stabiele karakter van het directe rendement is, onder andere, te danken aan langlopende huurcontracten met een jaarlijkse huurprijsindexatie. Indirect rendement daarentegen is volatieler omdat het afhankelijk is van de prijsontwikkeling van het vastgoed.

3. Diversificatiepotentieel

Een belangrijk aspect bij de opbouw van een beleggingsportefeuille is diversificatie. Spreiding kan leiden tot een lager risicoprofiel van de totale beleggingsportefeuille. Hierbij geldt de aanname dat verschillende beleggingscategorieën gedreven worden door verschillende eigenschappen waardoor de timing en fluctuaties van de rendementen variëren. Voor het inrichten van een beleggingsportefeuille wordt daarom onder andere gekeken naar de correlatie tussen de verschillende beleggingscategorieën. Het diversificatiepotentieel van vastgoedbeleggingen is gunstig omdat er een lage of zelfs negatieve correlatie is tussen de rendementen op vastgoed en de rendementen op aandelen en obligaties.

4. Hedge tegen inflatie

In alle segmenten van de markt hebben de meeste huurcontracten een jaarlijkse huurprijsindexatie gekoppeld aan de hoogte van de inflatie in het afgelopen jaar. De werking van de indexatieclausule als *hedge* tegen inflatie is voor de belegger effectief wanneer er weinig huurders muteren. De huurprijs voor een nieuwe huurder wordt namelijk bepaald door de dan geldende marktomstandigheden. De mutatiegraad kan per segment van de vastgoedmarkt verschillen.

2.2.4. Omvang vastgoed beleggingsmarkt

De omvang van de totale beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers bedroeg in het derde kwartaal van 2015 volgens het CBS circa EUR 1.800 miljard. Het percentage vastgoed binnen de totale beleggingen was tot het jaar 2000 min of meer stabiel op 9% maar is in de laatste jaren gedaald tot circa 5%. De onderverdeling in segmenten geeft het volgende beeld: woningen maken circa 50% deel uit van de vastgoedbeleggingen, winkels 30% en het aandeel kantoren ongeveer 10%. De resterende 10% betreft divers vastgoed (IVBN, 2015).

De omvang van de professionele vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland (exclusief particuliere beleggingen) bedroeg in 2016 ongeveer € 75 miljard (Klapwijk et al., 2017). Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en vastgoedfondsen) zijn goed voor 64% van de vastgoedbeleggingen (ruim € 47 miljard). Van de vastgoedbeleggingen hebben pensioenfondsen 32%, verzekeraars 15% en vastgoedfondsen 17%. Daarnaast is zo'n 29% (€ 22 miljard) aan Nederlands vastgoed rechtstreeks in handen van buitenlandse partijen. Tot slot bezitten buitenlandse beursgenoteerde bedrijven zo'n € 6 miljard aan Nederlands commercieel vastgoed.

In totaal hadden de drie Nederlandse grootbanken (ABN Amro, ING en Rabobank) in 2016 voor € 72 miljard aan commerciële vastgoedleningen uitstaan, waarvan € 54 miljard in Nederland en € 18 miljard in het buitenland. De totale omvang van de portefeuille aan vastgoedleningen verstrekt door Nederlandse banken is de afgelopen jaren overigens afgenomen mede doordat de banken zich deels hebben teruggetrokken uit de vastgoedmarkt. In 2013 bedroeg de totale som aan vastgoedleningen bij Nederlandse banken nog bijna € 90 miljard (Klapwijk et al., 2017).

2.3. Aanleiding voor de opkomst van exploitatie vastgoed

2.3.1. Inleiding

In deze paragraaf wordt stil gestaan bij de ontwikkelingen die hebben geleid tot de opkomst van exploitatie vastgoed. Het effect hiervan op de verschillende segmenten van de vastgoedmarkt wordt eveneens beschreven.

2.3.2. Flexibilisering van de maatschappij

Door exponentieel versnellende (technologische) ontwikkelingen verandert de maatschappij. Organisaties worden in toenemende mate geconfronteerd met een competitieve en onzekere

omgeving (Lizieri, 2009). Om succesvol te zijn in een dynamische omgeving moeten organisaties *agile* functioneren. Dat houdt in dat een organisatie zich snel moet kunnen aanpassen aan veranderende omstandigheden. Mooij (2002) beschrijft 'organisatorische flexibiliteit' als de mate waarin bedrijven in staat zijn te reageren op veranderingen. De noodzaak van meer flexibiliteit heeft de vraag naar huisvesting veranderd.

2.3.3. De vraag naar flexibele huisvesting

De groei van de vraag naar flexibele huisvesting heeft twee belangrijke oorzaken:

1. Door veranderingen op de arbeidsmarkt, zoals de snelle groei van zelfstandige ondernemers, zzp-ers en start-ups, is de vraag naar tijdelijke werkplekken enorm gegroeid (CPL, 2017). Deze groei kent weer verschillende componenten:
 - Door de economische crisis zijn veel werknemers ontslagen. Velen van hen hebben besloten terug te keren op de arbeidsmarkt als zelfstandig ondernemer.
 - De nieuwe generatie *millenials* hecht veel waarde aan een creatieve, aangename werkomgeving. Deze groep gebruikers kan zich evenwel niet permitteren om langdurige huurcontracten aan te gaan. In 2020 zal deze groep 50% van de werkende bevolking omvatten (Savills, 2017).
2. Grote bedrijven zijn op zoek naar flexibilisering van hun huisvesting. Dit kan als volgt worden verklaard:
 - Multinationals werken steeds vaker met een flexibele schil van personeel waarmee toekomstige groei en krimp van de organisatie kan worden opgevangen (Lizieri & Gibson, 2000). Dit flexibele personeelsbestand heeft uiteraard invloed op de huisvestingseisen. Weliswaar houden deze ondernemingen nog wel een 'kernvoorraad' huisvesting aan, zoals bijvoorbeeld een hoofdkantoor, maar daarnaast wensen zij een grote mate aan flexibiliteit, zowel in de termijn waarvoor gehuurd, als in aantal vierkante meters.
 - Het is voor bedrijven zeer kostbaar om voor alle mogelijke doeleinden doorlopend ruimtes beschikbaar te hebben als die zelden worden gebruikt. Bedrijven maken een kosten-baten analyse en ruimtes die niet vaak genoeg worden gebruikt, worden afgestoten. Indien extra ruimte nodig is dan wordt die op afroep ingehuurd.
 - Bedrijven bieden hun werknemers steeds meer flexibiliteit om te werken daar waar het op dat moment het meest efficiënt is (het 'Nieuwe Werken' (o.a. ING, 2011)).
 - Veel bedrijven vinden het positief voor de onderneming als hun werknemers tijdens hun werk in contact zijn met anderen van buiten hun eigen organisatie. Vernieuwing en inspiratie worden vaak als positieve resultaten genoemd van nauwe contacten buiten de muren van het eigen kantoor. Zo huurt PricewaterhouseCoopers (PWC) voor hun *blockchain* afdeling ruimte in het naastgelegen flexkantoor van B.Amsterdam waar samengewerkt kan worden met andere specialisten op dit vakgebied. (Vastgoedjournaal 2017)

2.3.4. Het aanbod van flexibele huisvesting

De groei van het aanbod aan flexibele zakelijke huisvesting heeft een tweeledige oorsprong:

- Uit defensieve overwegingen: Op het dieptepunt van de kantorencrisis in 2014 stond tussen de 7 en 8 miljoen vierkante meter kantoorruimte leeg in Nederland. Dit was ruim 15% van het totale kantooroppervlak (Cushman & Wakefield, 2017). De bestaande voorraad kantoorruimte is ook verouderd. Volgens FGH (2015) zal 30-35% hiervan nooit meer als kantoor gebruikt kunnen worden. Het slopen van deze panden zou een ultimum remedium zijn om de leegstand op te lossen. Eigenaren van de panden zoeken – begrijpelijkerwijze - een alternatief voor sloop. Vanuit een defensieve strategie zijn veel eigenaren gestart met een (low-budget) concept om tijdelijke gebruikers aan de onderkant van de markt te faciliteren (jaarverslag NSI 2016).
- Vanuit opportunity gedachte: Nieuwe partijen zijn tot de markt toegetreden met een kantoorconcept dat tegemoet komt aan de veranderde wensen van de gebruiker. Kernelementen bij deze concepten zijn: doelgroepdenken, actieve marketing en het bewust bijeenbrengen van gebruikers. Een voorbeeld hiervan is het bedrijf Spaces dat zijn eerste vestiging opende in 2007. Spaces identificeerde dat de moderne gebruiker een werkplek of kantoorruimte wil op een levendige locatie, met uitstekende bereikbaarheid, flexibiliteit, efficiëntie en toegang tot zakelijke faciliteiten.

Het aanbod van flexibiliteit op de vastgoedmarkt kent verschillende verschijningsvormen, die overigens ook naast elkaar kunnen bestaan, waarvan drie belangrijke vormen genoemd kunnen worden (Huisman & Roodhof, 2013; Lindholm et al., 2006; Gibson, 2000 en Blakstad, 2001):

1. Fysieke flexibiliteit komt tot uiting in het ontwerp van het vastgoedobject, zoals de mogelijkheid om de interne verdeling van de ruimte aan te passen.
2. Functionele flexibiliteit betreft het gebruik van de ruimte door de huurder en de functionele mogelijkheden van de ruimte. Dit houdt in dat de ruimte zelf flexibel moet kunnen worden ingedeeld al naar gelang de verandering van de functie van de ruimte in de tijd. Hierbij kan gedacht worden aan alternatieve werkplekvoorzieningen zoals flexibele werkplekken, flexibele werktijden en gezamenlijke ruimtes. (Becker en Steele, 1995).
3. Financiële flexibiliteit is gerelateerd aan de financiële parameters die worden overeengekomen tussen de eigenaar en de gebruikers van het vastgoed (Blakstad, 2001). Hierbij wordt bedoeld op flexibiliteit met betrekking tot prijs, huurperiode, overeengekomen oppervlakte, en de mate van waarin gebruik wordt gemaakt van de door de verhuurder aangeboden additionele diensten (Gibson, 2000).

Uit onderzoek (NVM Business Makelaars, 2016 en Van Huisman & Roodhof, 2013) blijkt dat in 2012 71,5% van de gesloten huurcontracten financieel flexibel was; een toename van 9,5% ten opzichte van 2011. De gemiddelde duur van een flexibel huurcontract was 2,1 jaar. Fysieke flexibiliteit kwam slechts in 18% van de gevallen voor. Voor dit onderzoek ligt daarom de nadruk op financiële flexibiliteit tenzij anders is aangegeven.

2.4. Flexibilisering van de vastgoedmarkt

Door de veranderde vraag naar huisvesting zijn op de verschillende deelmarkten van de vastgoedmarkt – wonen, winkels en kantoren - verschillende ontwikkelingen waarneembaar.

2.4.1. Wonen

Gelet op de langdurige schaarste op de woningmarkt is er weinig risico op leegstand of een terugval in de huurinkomsten. Huurcontracten worden doorgaans aangegaan voor onbepaalde tijd, maar kennen wel een zeer korte opzegtermijn voor de particuliere huurder: één maand opzegtermijn is de norm. Vanwege de lage mutatiegraad blijven de huurinkomsten voor de belegger evenwel stabiel.

Bij het overgrote deel van de woningmarkt is er geen sprake van exploitatie vastgoed. Er is wel een groeiende markt voor tijdelijke woonruimte van een bijzonder type. Deze woonruimten zijn over het algemeen geheel ingerichte woonruimten met een aantal aanvullende diensten voor een periode tussen één week en een jaar. Voorbeelden hiervan zijn de *serviced apartments* en *short stay* concepten zoals YAYS en Saco.

2.4.2. Winkels

Door de toename van het aantal internetaankopen heeft de retail-sector het lastig. Dit verschilt echter sterk per branche: zo doen supermarkten het relatief goed ten opzichte van bijvoorbeeld kledingwinkels. Ook regionaal zijn grote verschillen waarneembaar waarbij de A1 straten het beter doen dan de B locaties, met een versterkend effect naarmate het verzorgingsgebied kleiner is. Uit onderzoek (NVM Business Makelaars, 2016 en Van Huisman & Roodhof, 2013) blijkt dat er in toenemende mate vraag is naar flexibele huurcontracten en tussentijdse beëindigingsopties. De flexibilisering van huurcontracten wordt belemmerd door de huidige wetgeving rondom de huur van winkelruimten.

Eigenaren van winkelpanden hebben, om het probleem van leegstand te ondervangen, een nieuwe (defensieve) strategie ontwikkeld: het verhuren aan huurders die kortstondig een *pop-up store* willen exploiteren. Dit concept wordt inmiddels ook door eigenaren van winkelcentra ingezet om meer bezoekers te trekken. De focus verschuift van maximale huur per pand naar maximaal rendement voor het winkelcentrum als geheel. Daarnaast zijn outletcenters in opkomst. Hierbij zijn ook duidelijk kenmerken van exploitatie vastgoed zichtbaar zoals een duidelijke marketing en doelgroep benadering.

Het is op dit moment lijkt de invloed van Real Estate as a Service beperkt op de winkelmarkt. Wel kan gezegd worden dat de beleggingsmarkt voor winkelvastgoed de laatste jaren heeft ingeboet aan stabiliteit en rendement.

2.4.3. Nieuwe combinaties

Naast de ontwikkelingen op de diverse deelmarkten van vastgoed zijn er ook nieuwe initiatieven die zich op het snijvlak van verschillende segmenten bevinden. Dit zijn hybride concepten zoals The

Student Hotel (een mix van studentenhuisvesting en hotel) en Zoku (een mix van *serviced apartments* en kantoren). Functiemenging binnen gebouwen komt steeds vaker voor. Deze 'ontzuiling' van de vastgoedmarkt kan als een extra dimensie gezien worden van de flexibilisering van de vastgoedmarkt.

2.5. Kantoren

2.5.1. Inleiding

In de kantorenmarkt is de snelle opkomst van flexkantoren duidelijk zichtbaar. Onder flexkantoren wordt in dit onderzoek verstaan: bedrijfsverzamelgebouwen, business centers, *serviced offices*, *shared offices* en *co-working spaces*. Het begrip flexkantoren omvat dus alle vormen van flexibele kantoorhuisvesting voor alle mogelijke soorten gebruikers, van zelfstandige ondernemers tot beursgenoteerde ondernemingen.

De markt voor flexkantoren in Nederland is fors gegroeid maar is ook sterk gefragmenteerd. Dit type kantoorruimte komt voornamelijk in de grote steden voor. Er zijn momenteel in Nederland 335 aanbieders van flexkantoren. Daarvan hebben 22 meer dan één vestiging maar slechts acht van hen hebben tien of meer vestigingen (Bressers, 2017). De belangrijkste ondernemingen op de markt zijn vrijwel allen op zoek naar groei in het aantal locaties. Het vinden van geschikte locaties en gebouwen is een uitdaging die een remmend effect kan hebben op de verdere ontwikkeling van deze markt; er is een aanzienlijke latente vraag die nu niet ingevuld kan worden (Cushman & Wakefield, 2017).

Volgens Savills (2017) is de markt voor flexkantoren in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk het meest volwassen. Londen kent circa 1.100 objecten die als flexkantoor kunnen worden aangemerkt. Van de totale opname van kantoorruimte in London bedroeg het aandeel flexkantoor in 2015 10% en in 2016 9%. De markt in Nederland (en andere Europese landen) is minder volwassen maar wel groeiend. In Amsterdam neemt het aandeel flexkantoor in de opname van totale kantoorruimte toe; 7% in 2016. (Savills, 2017).

Momenteel wordt circa 5 - 7% van de kantoorvoorraad in Nederland gebruikt als flexkantoor (NSI, 2017). Er komen in snel tempo nieuwe aanbieders bij waarvan sommigen volledig nieuwe en innovatieve concepten aanbieden, terwijl anderen met variaties op bestaande concepten werken. Op basis van beschikbare marktinformatie is geen eenduidig beeld te krijgen bij de huidige omvang en de potentiële omvang van de markt voor flexkantoren in Nederland.

2.5.2. Parallellen met de hospitality sector

In tegenstelling tot de prille fase van ontwikkeling van flexkantoren, kent de hotelsector een lange geschiedenis. De hotelsector heeft meer tijd gehad om zich te evolveren en bevindt zich in een volwassener fase van ontwikkeling. Doordat beide sectoren echter wel overeenkomsten vertonen, wordt hieronder een aantal kenmerken van de hotelsector gepresenteerd die ook van toepassing kan zijn/worden op de flexkantoren markt:

- Grote diversiteit in kwaliteit en service: van budget tot luxe segment;

- Ruime keuze uit een groot aantal concepten van zowel (inter)nationale ketens als lokale aanbieders;
- Diverse distributiekanaalen zoals de opkomst van *Online Travel Agents* (OTA's zoals Booking.com) hebben geleid tot een significante daling van het aantal directe boekingen. De commissie die OTA's in rekening brengen bij de hotellier kan oplopen tot 15-20% van de opbrengst van de kamer;
- Opbrengstmaximalisatie via de methode van *Dynamic pricing* (Evans, 1924) waarbij er vanuit wordt uitgegaan dat de consument zijn aankoopbeslissing niet alleen laat leiden door de actuele prijs maar ook door zijn verwachting van de prijsontwikkeling in de tijd. In de vorige eeuw werd de prijs vaak bepaald door de sterrenkwalificatie van het hotel maar dit wordt steeds meer losgelaten. *Rating en reviews* van gasten en de OTA's zorgen voor transparantie in de prijsstelling.

Het is nog niet duidelijk in welke mate dergelijke ontwikkelingen zich zullen manifesteren in de markt voor flexkantoren.

2.6. IFRS 16 Leases

2.6.1 Inleiding

De *International Financial Reporting Standards* (IFRS) zijn boekhoudregels die gevolgd moeten worden bij het opstellen van financiële jaarrapporten. Deze regels worden uitgevaardigd door de *International Accounting Standards Board* (IASB). De toepassing van de regels is onder meer verplicht voor alle beursgenoteerde bedrijven en financiële instellingen die gevestigd zijn in de lidstaten van de Europese Unie (IASB, 2016). Op 13 januari 2016 heeft de IASB besloten tot invoering van de regels, vervat in *IFRS 16 Leases*, hierna kortheidshalve IFRS 16. Deze regels hebben tot gevolg dat bedrijven die hun jaarrekening onder IFRS opmaken met ingang van 1 januari 2019 verplicht zijn alle lease overeenkomsten met een resterende looptijd van langer dan één jaar op de balans te verantwoorden. Onder het begrip leaseovereenkomsten vallen ook huurovereenkomsten. Het doel van het invoeren van deze regels is om de onderlinge vergelijkbaarheid van bedrijven te verbeteren.

Verschillende publicaties (o.a. PWC, 2016) berichten dat de flexibilisering van de vastgoedmarkt mogelijk een verdere impuls zal krijgen door de invoering van IFRS 16. De invoering hiervan ligt weliswaar nog in de toekomst maar organisaties zouden daar nu al op kunnen anticiperen. In deze paragraaf zal eerst de richtlijn en de werking ervan worden geïntroduceerd. Daarna zullen de mogelijke implicaties worden beschreven.

2.6.2. Impact IFRS 16

In Nederland heeft de invoering van IFRS 16 tot direct gevolg dat voor circa EUR 40 miljard aan huurverplichtingen met betrekking tot vastgoed op de balans zal verschijnen (PWC; 2016). IFRS 16 geldt vooralsnog niet voor kleine en middelgrote bedrijven¹. Deze bedrijven kunnen er wel vrijwillig

¹ Hieronder wordt verstaan ondernemingen met minder dan 250 werknemers; een jaaromzet van minder dan EUR 50 miljoen en een balanstotaal kleiner dan EUR 43 miljoen (Europese Commissie, 2003).

voor kiezen om conform IFRS 16 te rapporteren. Verwacht wordt dat als er buitenlandse belanghebbenden zijn, middelgrote bedrijven toch voor rapportage volgens IFRS zullen kiezen (Kamp & Blommaert, 2009). Daarnaast is het in het verleden meermaals voorgekomen dat nieuwe IFRS regels een aantal jaren later ook binnen het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) werden ingevoerd (Vastgoedjournaal 2017).

2.6.3. Boekhoudkundige gevolgen IFRS 16

De opname van een nieuwe (boekhoudkundige) verplichting op de balans is uitsluitend het gevolg van een verandering van boekhoudregels en niet omdat de financiële verplichtingen van het aan de IFRS onderworpen bedrijf zijn toegenomen. Met andere woorden, de invoering van IFRS 16 zou - ceteris paribus - niet tot een gewijzigd risicoprofiel van de onderneming moeten leiden. Toch heeft de invoering van IFRS 16 boekhoudkundige consequenties voor belangrijke financiële parameters en convenanten.

IFRS 16 leidt namelijk tot balansverlenging waardoor de solvabiliteitsratio daalt en de *leverage* ratio's toenemen (PWC, 2016). Ook de verlies- en winstrekening verandert omdat kosten anders verantwoord worden. Daardoor worden gangbare financiële ratio's en prestatiecijfers beïnvloedt zoals in bankconvenanten, *credit ratings* en financieringskosten.

De expliciete zichtbaarheid van de huurverplichtingen op de balans heeft wellicht een gevolg voor de huisvestingsstrategie van bedrijven die onder IFRS rapporteren. IFRS 16 kan gedragsveranderingen tot gevolg hebben zoals:

- Aanleiding om het meerjarige strategische huisvestingsbeleid (*corporate real estate management (CREM)*) eerder of opnieuw te herzien, mede in het licht van de toch al toenemende behoefte aan meer flexibiliteit.
- Heroverweging van keuze tussen huren van huisvesting in plaats van te kopen. Vanuit de boekhoudkundige behandeling worden de verschillen tussen huur en koop van vastgoed kleiner. Overigens past hier de opmerking dat *sale & lease back* constructies niet langer van belang zullen zijn omdat daarmee een balansverkortings niet langer bereikt kan worden.
- Het heronderhandelen van bestaande lopende huurcontracten of het aangaan van nieuwe huurcontracten met een kortere looptijd (Backhuijzen, 2012). Hieronder wordt tevens begrepen de opkomst van vroegtijdige beëindigingsclausules (*break options*) en verlengingsopties.
- Grootschalige investeringen ten behoeve van de huurder zullen eerder ten laste komen voor de verhuurder. Huurders zullen minder snel geneigd zijn specifieke inrichtingswensen zelf te financieren wanneer er door voornoemde factoren een gerede kans is dat de totale huurperiode relatief kort is.
- Het opsplitsen van huurverplichtingen in een deel vaste huur en een deel bijkomende diensten. Alleen de vaste huur component dient op grond van de IFRS 16 op de balans te worden opgenomen. Het zal echter niet mogelijk zijn om wel een langdurig service contract aan te gaan in combinatie met een kortlopend huurcontract. De IFRS 16 regel geeft aan dat de huurverplichtingen ook in de balans moeten worden opgenomen als aannemelijk kan worden gemaakt dat het huurcontract verlengd kan worden (EY, 2016).

- Verlaging van de boekhoudkundige schuld door het aangaan van contracten met een vaste huur en een variabele component. Dit soort contracten bestaan al in de retailsector, bijvoorbeeld een aan de omzet gerelateerde huur (Zur Lage, 2016) en in het hotelwezen, waar zowel omzet-, als resultaat afhankelijke huren gebruikelijk zijn. (Domínguez Saínza, 2016, Backhuijzen, 2012).
- Onderhuur. Wanneer een gebruiker een deel van het pand huurt van een hoofdhuurder dan is er sprake van onderhuur (*sub-lease*). Onderhuur valt voor de onderhuurder buiten het bereik van IFRS 16. (EY, 2016) omdat de hoofdhuurder de volledige controle heeft over het gebruik van het gebouw (voorwaarde IFRS 16), terwijl de onderhuurder de gebruikruimte als dienst (*service*) inhuurt.

De gevolgen van de invoering van IFRS 16 zijn nog niet duidelijk. Het lijkt wel redelijk te veronderstellen dat de invoering van IFRS 16 een versterkend en versnellend effect zal hebben op de flexibilisering van de commerciële huurmarkt en daarmee op de opkomst van exploitatie vastgoed.

2.7. Deelconclusie

De veranderende vraag naar huisvesting heeft geleid tot flexibilisering van de vastgoedmarkt. Dit is de belangrijkste voedingsbodem geweest voor de opkomst van REaaS, die inspeelt op deze groeiende behoefte aan flexibiliteit onder gebruikers. De trend is het duidelijkst zichtbaar in de kantorenmarkt waarin er een forse toename aan flexkantoren wordt geconstateerd. Ook zijn er steeds meer hybride vastgoedconcepten. De impact van REaaS op de andere segmenten van de vastgoedmarkt zijn vooralsnog beperkt en zullen verder buiten beschouwing blijven in dit onderzoek. De omvang van REaaS is sterk groeiend maar de toekomstige omvang lijkt niet eenduidig vast te stellen. De verwachting is dat de groei van REaaS zal aanhouden en mogelijk een extra impuls krijgt door de invoering van IFRS 16. Om te beoordelen of REaaS voldoet aan de kenmerken van beleggingsvastgoed zal in het volgende hoofdstuk het business model van REaaS en de daarbij behorende kasstromen worden behandeld.

3. Veranderende business modellen van vastgoed

3.1. Inleiding

De verschuiving van traditioneel vastgoed naar exploitatie vastgoed doet het business model van huisvesting veranderen en daarmee ook de daaruit voortvloeiende kasstromen. Met behulp van een vereenvoudigd voorbeeld uit de kantorenmarkt zal de verandering van het business model inzichtelijk worden gemaakt. De flexibilisering van de vastgoedmarkt houdt tevens in dat het beheer van vastgoed intensiever wordt. De exploitant van het vastgoed krijgt een steeds belangrijkere rol in het business model. Dit hoofdstuk bespreekt een aantal mogelijkheden hoe de eigenaar van het vastgoed hiermee om kan gaan. De belastingdienst beoordeelt traditioneel vastgoed en exploitatie vastgoed verschillend. In dit hoofdstuk wordt toegelicht hoe dit de keuze van de vastgoed eigenaar kan beïnvloeden. Vervolgens worden de implicaties van het veranderende business model voor banken inzichtelijk gemaakt.

3.2. Voorbeeld veranderend business model

Het volgende voorbeeld illustreert hoe, vanuit het perspectief van de eigenaar van vastgoed, business modellen en bijbehorende kasstromen veranderen als gevolg van de flexibilisering van de vastgoedmarkt. Twee identiek veronderstelde kantoorproposities worden verhuurd door een eigenaar (belegger):

Situatie 1:

Een kantoorpand dat middels een vaste huur verhuurd wordt aan één huurder gedurende een lange periode; bijvoorbeeld een 15 jarig contract met de overheid (traditioneel vastgoed)

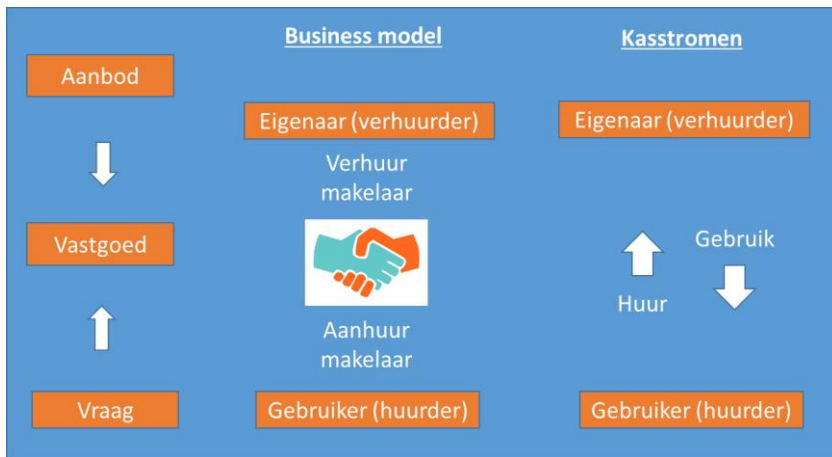
Situatie 2:

Een kantoorpand dat in kleine delen op dagbasis wordt verhuurd aan veel verschillende gebruikers, zoals bijvoorbeeld Spaces dat doet (exploitatie vastgoed).

In werkelijkheid zal er vaker discussie zijn wanneer iets traditioneel vastgoed is en wanneer er sprake is van exploitatie vastgoed. Het voorbeeld is ter illustratie gebruikt om duidelijk de verschillen te kunnen benoemen. Het gaat om een trend en dus om een verschuiving van traditioneel naar exploitatie vastgoed.

3.2.1. Business model traditioneel vastgoed

Het business model behorend bij het voorbeeld van traditioneel vastgoed is overzichtelijk en zeer beperkt in omvang. De vastgoedeigenaar wil zijn pand langdurig verhuren en schakelt doorgaans een makelaar in om een dergelijke huurder te vinden. Wanneer de huurder is gevonden, stelt de eigenaar zijn vastgoed als verhuurder ter beschikking aan de huurder. In ruil daarvoor betaalt de huurder rechtstreeks een vaste vergoeding aan de verhuurder. In de onderstaande figuur staat het business model voor traditioneel vastgoed modelmatig weergegeven:



Figuur 1: Business model traditioneel vastgoed

Om het pand geschikt te maken voor het langdurig gebruik door de huurder dienen beide partijen vooraf onderling (financiële) afspraken maken. Gedurende de looptijd van het huurcontract is er vaak geen geschikt moment meer om ingrijpende aanpassingen te verrichten, omdat het pand permanent in gebruik is.

3.2.2. Kasstromen traditioneel vastgoed

Voor het gebruik van het vastgoed betaalt de huurder een vergoeding (huur) aan de eigenaar van het pand. De huur is doorgaans gekoppeld aan een jaarlijkse indexatie waarbij de verhuurder wordt gecompenseerd voor inflatie; in dit voorbeeld verondersteld op 2% per jaar. De huur is het bruto rendement voor de eigenaar. De kosten voor de eigenaar bestaan uit kosten die direct aan het pand zijn toe te rekenen, zoals onderhoudskosten en belastingen. Bij goed onderhouden kantoren bedraagt dit circa 10% van de bruto huurinkomsten. Na aftrek van kosten resteert het netto huurrendement.

De resulterende kasstromen van dit business model zijn overzichtelijk:

| Kasstroomoverzicht | jaar 1 | jaar 2 | jaar 3 | jaar 4 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Inkomsten</i> | | | | |
| Huurinkomsten | 100,00 | 102,00 | 104,04 | 106,12 |
| <i>Kosten</i> | | | | |
| Onderhoudslasten | 10,00 | 10,20 | 10,40 | 10,61 |
| Netto Kasstroom | 90,00 | 91,80 | 93,64 | 95,51 |

Figuur 2: Kasstromen voor de eigenaar bij traditioneel vastgoed.

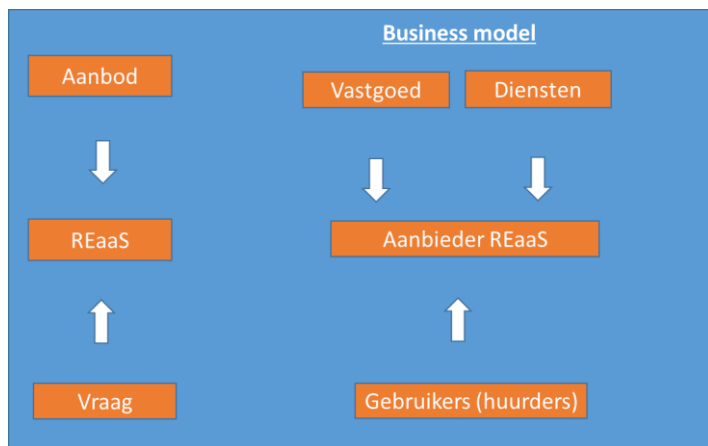
Samenvattend:

- De invulling van het beheer van het vastgoed is een beperkte bezigheid gedurende de looptijd van het huurcontract. Afstemming tussen aanbieder en gebruiker van het vastgoed vindt hoofdzakelijk vóór de aanvang van het huurcontract plaats; en
- De inkomsten zijn goed voorspelbaar en primair afhankelijk van het financiële welzijn van de huurder.

3.2.3. Business model exploitatie vastgoed

Bij exploitatie vastgoed wordt de aanbieder van het vastgoed geconfronteerd met vele gebruikers die doorgaans kortlopende huurcontracten (of abonnementen) hebben. De aanbieder kan de inrichting van zijn gebouw niet afstemmen op de wensen van één huurder, maar moet het kantoorgebouw dusdanig inrichten dat het voldoet aan de huisvestingswensen van vele gebruikers. Dat dwingt de eigenaar vooraf na te denken over wie zijn doelgroep is, op welke manier hij deze doelgroep wil bereiken en bovenal met welk product hij dat wil doen. Daarbij moet worden nagedacht over de locatie, het totale aanbod van diensten, de prijs en de concurrentie. De aanbieder moet elke dag opnieuw zorgen dat met het juiste prijsbeleid een maximaal rendement wordt behaald. Dat betekent dat het vastgoedconcept de juiste doelgroep *blijft* aanspreken, er een actief retentiebeleid wordt gevoerd en de tevredenheid van huurders doorlopend wordt gemeten om de dienstverlening blijvend te verbeteren en aan te passen aan de veranderende wensen van de gebruikers. Het business model van REaaS is fundamenteel anders en veelomvattender dan dat van traditioneel vastgoed.

Bij exploitatie vastgoed is alleen de 'productiefactor' vastgoed niet voldoende voor het aan te bieden huisvestingsproduct. Ook andere diensten moeten worden ingekocht of ingehuurd, opdat uiteindelijk het gewenste huisvestingsproduct voor de doelgroep wordt samengesteld. In de onderstaande figuur staat het business model voor exploitatie vastgoed versimpeld en modelmatig weergegeven:



Figuur 3: Business model exploitatie vastgoed

3.2.4. Kasstromen exploitatie vastgoed

Inkomsten:

Uitgaande van een bepaalde vaste capaciteit van het kantoorgebouw zal de exploitant op basis van het concept een fysieke en functionele indeling maken van het gebouw, die zo goed mogelijk aansluit bij de wensen van de doelgroep en die een maximale rendement genereert. Daarbij is het van belang dat er een optimale mix wordt gevonden tussen gemeenschappelijke ruimtes (en functies) en werkplekken die gebruikers individueel kunnen gebruiken.

De opbrengst wordt verder bepaald door de hoeveelheid units, bijvoorbeeld werkplekken, die in een bepaalde periode worden verhuurd (bezettingsgraad) en de prijs waartegen die worden verhuurd. Afhankelijk van de mogelijke vergoedingsstructuur, zoals de looptijd van contracten of

abonnementen, zullen de opbrengsten variëren per tijdsperiode. Aangezien de exploitant veel individuele overeenkomsten aangaat, kan hij opbrengst maximalisatie nastreven met behulp van *dynamic pricing* en het aanbieden van verschillende proposities, waarbij er voor de gebruiker keuze is tussen het aantal aanvullende diensten dat wordt aangeboden.

De aanvullende diensten variëren van vrij basale diensten zoals beveiliging, een receptiebalie en het gebruik van een printer tot een vastgoedconcept met alle mogelijke diensten die een zakelijke gebruiker zou kunnen wensen. Als de exploitant in staat is relevante data te verzamelen van en over de (beoogde) gebruikers dan kunnen ook meer geïndividualiseerde diensten worden aangeboden.

Het prijsniveau bij exploitatie vastgoed ligt doorgaans hoger dan bij traditioneel vastgoed.

Kosten

De kosten van exploitatie vastgoed zijn omvangrijker en veelsoortiger dan bij traditioneel vastgoed. Dit heeft de volgende oorzaken:

- De investeringen in het pand zijn vrijwel altijd voor rekening van de eigenaar/exploitant.
- Alle kosten die verbonden zijn aan het gehele pakket van diensten behorend bij het specifiek vastgoedconcept zijn primair voor rekening van de eigenaar/exploitant. Vanzelfsprekend worden deze doorbelast aan de gebruiker.
- De onderhoudskosten zijn hoger dan bij traditioneel vastgoed omdat enerzijds het vastgoed intensief gebruikt wordt en anderzijds omdat het pand doorlopend in een (zeer) goede staat moet worden gehouden om aantrekkelijk te blijven voor de steeds wisselende populatie.
- Het beheer is veel intensiever dan bij traditioneel vastgoed.

3.4. Implicaties van actiever beheer van vastgoed

Het begrip 'exploitatie' in combinatie met vastgoed is aan verandering onderhevig. In 2013 definieerde Van Gool et al. exploitatie als volgt:

'Exploitatie van beleggingsvastgoed is het geheel van operationele activiteiten gericht op het optimaliseren van de bijdrage van de in bezit zijnde beleggingsobjecten aan de portefeuille- of fondsdoelstellingen'

Daarbij stelt de auteur dat de exploitatie van de huisvesting optimaal wordt afgestemd, zodat het aanbod van de verhuurder/eigenaar zo veel mogelijk aansluit bij de vraag van de huurder/gebruiker. De opkomst van exploitatie vastgoed met het daaraan verbonden noodzakelijke intensieve beheer, stelt de eigenaar-belegger voor de vraag of hij zelf de exploitatie ter hand neemt. In feite moet de vastgoed eigenaar kiezen tussen ondernemen of beleggen. Als de eigenaar gaat ondernemen dan is hij tevens de aanbieder van het vastgoedconcept. Als de keuze valt op beleggen dan is de eigenaar van het vastgoed niet dezelfde als de exploitant van het vastgoed. De verantwoordelijkheid voor een succesvol business model ligt bij de exploitant. Indien de eigenaar niet zelf als exploitant wil opereren, dan zijn er in de praktijk vele mogelijke samenwerkingsverbanden.

Hieronder worden drie veel voorkomende vormen genoemd:

1. Huurcontract (met variabele component)

De exploitant (huurder) huurt van de eigenaar van het vastgoed (verhuurder) een ruimte om daar zijn vastgoedconcept uit te baten. In ruil daarvoor betaalt de exploitant huur. Deze situatie komt overeen met die van traditioneel vastgoed. De huur kan echter ook (deels) variabel zijn. Het variabele deel is vaak gerelateerd aan de financiële resultaten van de exploitant.

2. Management contract

Hierbij is de vastgoedeigenaar tevens de (juridische) exploitant van het vastgoedconcept, maar is het praktische beheer uitbesteedt aan een professionele derde partij, die het vastgoed voor rekening en risico van de eigenaar exploiteert.

3. Franchise contract

In deze variant is de exploitatie in handen van de vastgoedeigenaar als franchisenemer van een eigenaar van een handelsnaam en vastgoedconcept (de franchisegever). De vastgoed eigenaar betaalt voor het recht om het vastgoedconcept met die handelsnaam te exploiteren.

De keuze van de vastgoed eigenaar kan van vele facetten afhankelijk zijn. Heeft de eigenaar de capaciteiten en de middelen om de exploitatie zelf te organiseren? Past het risicoprofiel van het ondernemen bij vastgoed eigenaar? Is het verwachte rendement in lijn met het ondernemingsrisico? Ook de fiscale behandeling speelt een belangrijke rol. In de volgende paragraaf wordt over dit laatste aspect verder uitleg gegeven.

In dit onderzoek wordt verondersteld dat de eigenaar en de exploitant dezelfde (rechts)persoon zijn. In de praktijk komen zoals aangegeven diverse structuren voor. In dit onderzoek is er voor gekozen om de relatie tussen gebruiker (als bron van de kasstromen) en eigenaar van het vastgoed (als aanvrager van financiering) centraal te stellen.

3.5. Criteria van de Belastingdienst

De in de vorige paragraaf geschetste keuze voor de eigenaar van vastgoed tussen ondernemen en beleggen heeft ook een fiscaal aspect. Voor de toepassing van de vennootschapsbelasting en de erfbelasting maakt de belastingdienst onderscheid tussen vastgoed als belegging en vastgoed als onderneming. De flexibilisering van de vastgoedmarkt levert vanuit fiscaal oogpunt veel discussie op.

3.5.1 FBI-status

Onder bepaalde voorwaarden kan een vastgoedonderneming de fiscale status van Fiscale Beleggingsinstelling (FBI) krijgen. Het fiscale voordeel van een FBI-status is dat er een 0% tarief van toepassing is voor de vennootschapsbelasting². Een belangrijke voorwaarde is dat de (statutaire) doelstelling van de onderneming bestaat uit het beleggen van het vermogen. Verder moet de winst binnen acht maanden worden uitgekeerd aan de aandeelhouder(s). Over de uitgekeerde winst wordt dividendbelasting geheven (bron: De Belastingdienst; website).

² Op 10 oktober 2017 heeft het kabinet Rutte III het regeerakkoord gepresenteerd voor de periode 2017-2021. Het kabinet wil vanaf 2020 directe beleggingen in vastgoed door FBI's niet meer toestaan. Het is nog niet duidelijk of er overgangsrecht komt voor bestaande FBI's die in vastgoed beleggen.

Sinds 2014 is het als FBI mogelijk een zeer beperkt aantal ondersteunende activiteiten te verrichten, zoals schoonmaak, catering, receptie of vergaderservice zonder de FBI-status te verliezen. Deze activiteiten moeten wel vanuit een fiscaal zelfstandige dochtervennootschap plaatsvinden en mogen maximaal 25% van de omzet uitmaken. De waarde van deze dochtervennootschap mag slecht 15% uitmaken van het eigen vermogen van de FBI. De belastingdienst heeft met deze benadering aansluiting gezocht bij de fiscale behandeling van dergelijke beleggingsondernemingen in andere Europese landen.

3.5.2. BOR/BOF

Het onderscheid tussen vastgoedbelegger en vastgoedondernemer is ook van belang bij de bedrijfsopvolgingsregeling (BOR). De BOR, ook wel de bedrijfsopvolgingsfaciliteit (BOF) genoemd, is een gedeeltelijke vrijstelling bij de vererving van ondernemingsvermogen. Een belangrijk criterium daarbij is of de (vastgoed)entiteit een materiële onderneming drijft. Bij de BOR/BOF maakt de belastingdienst onderscheid tussen beleggen in vermogen, zoals vastgoed, en het voeren van een onderneming. De onderscheidende criteria zijn echter minder vastomlijnd dan bij FBI's. Dit heeft tot veel discussie en rechtszaken geleid en het onderscheid is, voor zover bekend, nog niet geheel verhelderd door de jurisprudentie.

3.6. Perspectief vanuit de banken

In deze paragraaf zullen de implicaties van een veranderend business model beschreven worden vanuit het perspectief van de banken als financier van vastgoed. De implicaties kunnen onder een viertal thema's worden samengevat.

3.6.1. Beperkte beschikbaarheid van bruikbare data

De markt voor flexkantoren bestaat nog maar enkele jaren en heeft een beperkt trackrecord. Er zijn vrijwel geen (ver)koop transacties geweest en er zijn geen ervaringscijfers hoe deze markt reageert op economische ontwikkelingen. De markt voor flexibele huisvesting is momenteel sterk groeiend, maar afbakening van deze markt is niet eenvoudig. Het is onduidelijk of andere fysieke ruimtes met Wi-Fi tot het concurrentiespeelveld gaan behoren, zoals de thuiswerkplek, de lobby van een hotel of een vestiging van de Coffee Company. Daarnaast is de vergelijkbaarheid bij exploitatie vastgoed anders dan bij traditioneel vastgoed. Een vergelijking op basis van de opbrengsten gaat mank doordat concepten wat betreft inhoud, kwaliteit en prijsstelling van elkaar verschillen. Een analyse op toegevoegde waarde of economische rentabiliteit tussen flexkantoren zou meer inzicht geven, maar dit wordt belet door de afwezigheid van (publieke) beschikbaarheid van deze gegevens.

3.6.2. Inkomsten

De contracten met gebruikers zijn korter dan bij traditioneel vastgoed. De gebruiker kan daardoor sneller beslissen om geen gebruik meer te maken van de huisvestingsdienst indien daar aanleiding toe is. Dit geldt zowel voor zelfstandigen als voor grote ondernemingen die steeds meer *agile* willen

werken. De kasstromen worden vluchtiger en volatieler wanneer het dempende effect van een langlopend huurcontract verdwijnt. De kasstromen zijn tevens kwetsbaarder bij een verandering in het aanbod, bij voorbeeld door een toename van de concurrentie.

In de recessie, die volgde op het knappen van de internetbubbel in 2001, daalde de bedrijfsomzet van Regus met 35% (Stil, 2017). In het hotelwezen daalde, na de crisis van 2008, gedurende een periode van twee jaar de kameromzet met eenzelfde percentage (HOSTA, 2009, 2011). Daarna begon de hotelmarkt zich te herstellen. Het effect van de laatste recessie op de kantorenmarkt heeft veel geleidelijker plaatsgevonden. De leegstand steeg gestaag van 13% in 2008 tot 16% in 2014. De huurprijzen per vierkante meter voor bestaande kantoren daalden van € 148 in 2008 naar € 120 op het dieptepunt in 2013 (Bak, 2015). Het gecombineerde effect van de toename van de leegstand en de daling van de huurprijzen per vierkante meter was in 2013 het grootst met een daling van 22% ten opzichte van 2008. Het feit dat er nog veel langlopende huurcontracten waren, zorgde voor een vertragend en dempend effect van de crisis op de zakelijke vastgoedsector.

De inkomsten bij exploitatie vastgoed zijn niet afhankelijk van één of enkele huurders, maar van vele gebruikers. Het succes van de exploitatie wordt in belangrijke mate bepaald door de exploitant die als ondernemer een vastgoedconcept uitbaat. Voor de banken betekent dit dat bij de beoordeling van een financieringsaanvraag voor exploitatie vastgoed, de analyse van de kredietwaardigheid van de huurder(s) verschuift naar een analyse van de capaciteiten van de exploitant. Deze zullen in het volgende hoofdstuk aan de orde komen.

3.6.3. Kostenzijde

De opbrengsten van het vastgoedconcept kunnen niet los worden gezien van de kosten. Het gaat uiteindelijk om de netto kasstroom die het concept weet te realiseren. Een eenvoudige afslag op de bruto opbrengsten volstaat niet. Verder is het ook belangrijk te beoordelen in welke mate de kostenzijde vast dan wel variabel is. Met andere woorden in welke mate kan in de kosten worden gesneden als de opbrengsten minder worden?

3.6.4. Mismatch in kasstromen

Bij traditioneel vastgoed ontvangt de eigenaar van het vastgoed een vaste kasstroom waarmee hij de langlopende verplichtingen aan de bank volgens een vast schema kan voldoen. De looptijden van de inkomende en uitgaande kasstromen zijn op elkaar afgestemd.

Bij exploitatie vastgoed is de looptijd van de inkomende kasstromen volatieler. Voor een eigenaar van het vastgoed die tevens als exploitant het beheer doet, kan er een mismatch ontstaan tussen de kasstroom en de verplichtingen jegens de financier van het vastgoed. Deze mismatch kan worden opgeheven als een andere marktpartij de exploitatie van het vastgoedconcept op zich neemt. Voor de eigenaar bestaat er dan geen kasstromen mismatch meer omdat de exploitant het risico draagt voor 'duration mismatch' tussen zijn langlopende huurverplichtingen en de inkomsten van korte, flexibele huurcontracten/abbonnementen.

3.6.5. De taxateur

Banken zijn voor de waardering van vastgoed mede afhankelijk van taxateurs. Ook zij worden geconfronteerd met veranderde business modellen in het vastgoed. Bij traditioneel vastgoed kan de waarde van een pand met langdurige huurcontracten vaak relatief eenvoudig worden bepaald aan de hand van een rendementseis die men bij vergelijkbare panden ziet, de wederverhuurbaarheid en de restwaarde. Bij exploitatie vastgoed moet eveneens rekening worden gehouden met de verschillende huurprijzen voor verschillende ruimten en additionele diensten. Bovendien zijn de huurcontracten met de gebruikers relatief kort, waardoor een groot deel van de waarde verscholen is in aannames over toekomstige inkomsten. Daarnaast moet worden bepaald welk deel van de waarde kan worden toegerekend aan het vastgoed en welk deel aan de (toekomstige) exploitatie van het vastgoed (overige dienstverlening).

3.7. Deelconclusie

De zichtbare trend is dat beleggen in vastgoed verandert in het ondernemen in vastgoed. De exploitatie van het vastgoed speelt een belangrijke rol in het business model. Dit dwingt de eigenaar van het vastgoed een keuze te maken of hij de exploitatie in eigen beheer wil houden of uitbesteden. Daarbij spelen de uitvoerbaarheid, het risicoprofiel en de fiscale behandeling van de exploitatie een belangrijke rol. De implicaties van het veranderende business model zijn veelzijdig en additionele facetten worden relevant. Dit heeft grote gevolgen voor zowel de inkomende als uitgaande kasstromen. Hiermee rijst de vraag of banken de risico's nog wel op de juiste manier beoordelen nu traditioneel vastgoed steeds meer kenmerken krijgt van exploitatie vastgoed. In het volgende hoofdstuk zullen we stilstaan bij de toepasbaarheid van bestaande beoordelingsmodellen en -criteria van banken met betrekking tot het beoordelen van de financierbaarheid van Real Estate as a Service.

4. Theoretisch kader

4.1. Inleiding

Dit hoofdstuk behandelt het theoretisch kader van het onderzoek. Banken analyseren financieringsaanvragen voor vastgoed op basis van de toekomstige kasstromen die door de eigenaar van het vastgoed worden gerealiseerd. De kasstromen kunnen vanuit twee perspectieven worden beoordeeld. Enerzijds vanuit het perspectief dat vastgoed een stabiel renderende productiefactor is. Er zijn diverse methoden beschikbaar en toepasbaar om de leencapaciteit te berekenen, zoals de methodiek van het bruto aanvangsrendement (BAR), het netto aanvangsrendement (NAR) en de huurwaardekapitalisatie. Anderzijds kunnen kasstromen ook worden gezien als rentabiliteit voortvloeiend uit het drijven van een onderneming. Om de toekomstige kasstromen goed te beoordelen moet een alomvattend beeld worden gevormd van de positie van de onderneming in de sector. Dit kan onder andere met het *Canvas Business model* dat in dit hoofdstuk zal worden beschreven. Vervolgens wordt de werking van het *discounted cash flow* (DCF) model uitgelegd. Dit model wordt gebruikt voor het opstellen van financiële prognoses en kasstroomoverzichten aan de hand waarvan de leencapaciteit wordt bepaald. Voor beide benaderingen zullen de betreffende beoordelingscriteria worden benoemd. Tenslotte zal vanuit de theorie worden beredeneerd welke methodiek het best toepasbaar is voor het beoordelen van financieringsvraagstukken die betrekking hebben op exploitatie vastgoed. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een deelconclusie.

4.2. BAR/NAR en de Huurwaardekapitalisatiemethode

4.2.1. Perspectief

In deze paragraaf worden methodieken beschreven vanuit het perspectief van een vastgoed eigenaar als belegger. De eigenaar van het vastgoed stelt het onroerend goed ter beschikking als een (vast) renderend kapitaalgoed.

4.2.2. Werking van de methodiek

Bij de beoordeling van een financieringsaanvraag voor beleggingsvastgoed kijken banken van oudsher naar de geldstromen die de eigenaar met behulp van het vastgoed genereert. Na aftrek van (onderhouds)kosten resteert een vrije kasstroom voor de vermogensverschaffers. Deze kasstroom wordt aangewend voor rente- en aflosverplichtingen van de bancaire lening. Uiteraard moet de eigenaar zelf ook een rendement ontvangen.

Banken maken een liquiditeitsprognose op basis van de geldstromen die gedurende de looptijd van de huurcontracten worden gerealiseerd. Wanneer het huurcontract afloopt tijdens de looptijd van de lening, wordt verondersteld dat de eigenaar een nieuwe huurder vindt, waardoor de huurinkomsten op peil blijven. Deze methode kent veel overeenkomsten met de BAR/NAR methodiek en de Huurwaardekapitalisatiemethode die wij vanuit de taxatieleer kennen en die ook door beleggers wordt gebruikt.

Bij het Bruto Aanvangsrendement (BAR) worden de bruto huurinkomsten afgezet tegen de investering. In formulevorm ziet dat er als volgt uit:

$$\text{BAR} = (\text{BH}/\text{I}) \times 100\%$$

BH = bruto huurinkomsten

I = investering.

Bij het Netto Aanvangsrendement (NAR) worden de netto huurinkomsten afgezet tegen de investering. De netto huuropbrengsten bestaan uit de bruto huuropbrengsten minus de exploitatielasten. In formulevorm ziet het er als volgt uit:

$$\text{NAR} = (\text{NH}/\text{I}) \times 100\%$$

NH = netto huuropbrengsten

I = investering.

Een bank beoordeelt de *debt yield*. Vaak wordt alleen naar de *net debt yield* (NDY) gekeken aangezien het voor banken van belang is te rekenen met de kasstroom die beschikbaar is voor het nakomen van de verplichtingen onder de geldlening. Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit rente- en aflossingen. In een formule kan dit als volgt worden weergegeven:

$$\text{NDY} = \text{NR}/\text{L} * 100\%$$

NR = *net rent* (netto huuropbrengsten)

L = *loan* (lening)

De NDY wordt vervolgens vaak afgezet tegen de dienst van de lening (rente- en aflosverplichtingen) middels de zogeheten *Debt Service Cover Ratio* (DSCR). Dit verhoudingsgetal geeft aan in welke mate de netto huurinkomsten aan rente- en aflosverplichtingen kan voldoen. In formulevorm:

$$\text{DSCR} = \text{NH}/(\text{R}+\text{A})$$

NH = netto huuropbrengsten

R = rente

A = aflossing

Een bank zal een gezonde buffer in de kasstroom willen hanteren. Wanneer een verantwoord minimum niveau voor de DSCR is bepaald, kan de hoogte van de financiering worden berekend.

De huurwaardekapitalisatie-methode lijkt veel op de hierboven beschreven BAR/NAR methode. Uitgangspunt bij deze methode is de huurwaarde van het vastgoed. De daadwerkelijk gerealiseerde huur doet op zich niet ter zake. Vervolgens wordt dezelfde berekening gehanteerd als bij de BAR/NAR methode. Deze methodiek wordt toegepast indien de werkelijke huur sterk afwijkt van de markthuur. Op deze manier wordt inzicht verschaft in de betaalbaarheid van de financiering als de werkelijke huur aangepast wordt aan de markthuur.

4.2.3. Toepasbaarheid van de methoden

De hierboven beschreven methoden zijn goed toepasbaar wanneer het vastgoed een stabiele kasstroom genereert. Dat kan in geval van een langlopend huurcontract met een kredietwaardige huurder, of als sprake is van courant vastgoed op een gewilde locatie. In de laatste situatie omdat dan een grote mate van inwisselbaarheid van huurders kan plaatsvinden zonder dat dit grote implicaties heeft voor de huurinkomsten.

Er kleven echter ook nadelen aan de methoden (Van Gool et al., 2013):

- Alleen de inkomsten in het eerste jaar worden in beschouwing genomen;
- Er wordt geen rekening gehouden met tijds waarde van toekomstige inkomstenstromen;
- Er wordt geen rekening gehouden met toekomstige ontwikkelingen in inkomsten en kosten;
- Er is vaak onduidelijkheid over bruto of netto huurinkomsten en de effecten van afwijkingen ten opzichte van de markthuur. Leegstand (huurwaarde) wordt niet altijd eenduidig meegenomen.

4.3. Canvas Business Model

4.3.1. Perspectief

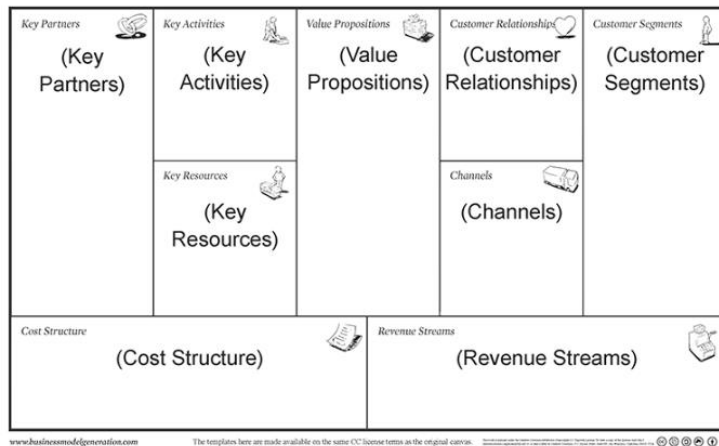
In deze paragraaf worden methodieken beschreven vanuit het perspectief van het verstrekken van een financiering door een bank aan een eigenaar-ondernemer. Het is van belang dat het business model van de ondernemer zo volledig mogelijk in kaart wordt gebracht, om op die manier de kasstromen zo zuiver mogelijk te analyseren. Daarbij wordt het functioneren van de onderneming in zijn omgeving geanalyseerd.

In de praktijk worden verschillende modellen gebruikt. Zo is er het 'vijf krachten model' (Porter, 1988), het 7S model (Pascale & Athos, 1981) en het Canvas Business Model (Osterwalder, 2010). Het past niet binnen het bereik van dit onderzoek om de verschillende modellen te beoordelen. In dit onderzoek is ervoor gekozen om uitsluitend de werking van het Canvas Business Model te behandelen omdat dit model door een groot aantal banken wordt gebruikt.

4.3.2. Canvas Business Model

Met behulp van het Canvas Business Model kan een goed inzicht worden verkregen in het business model van een onderneming.

Het model bestaat uit een aantal bouwstenen en wordt aan de hand van het onderstaand schema toegelicht:



Figuur 1: Canvas Business Model

De waarde propositie (*value proposition*) van de te leveren dienst of product staat centraal. Een belangrijk aspect is in welke mate de propositie zich onderscheidt van de concurrentie en waarde toevoegt voor de klant. Daarbij is het relevant te weten welke middelen de onderneming nodig heeft om tot die waardepropositie te komen en het gemak waarmee deze hulpmiddelen (*key resources*) kunnen worden verkregen. Eveneens is een overzicht van de partijen met wie de onderneming samenwerkt (*key partners*) van belang. Een ander element is de doelgroep of het marktsegment (*customer segments*) die de onderneming wil bedienen. Daarnaast is het van belang inzicht te krijgen in de manier waarop de onderneming contact onderhoudt met haar klanten of gebruikers (*customer relationships*) en deze aan zich weet te binden. Verder worden de distributiekkanalen (*channels*) beoordeeld die beschrijven op welke manier klanten toegang krijgen tot de producten of diensten die het bedrijf levert. Tenslotte zijn de operationele bedrijfsprocessen (*key activities*) relevant om efficiënt en succesvol te ondernemen.

De analyse van deze bouwstenen moet leiden tot een verwachting omtrent de te genereren kasstromen (*revenue streams*) en de kostenstructuur (*cost structure*). Wanneer deze kasstromen inzichtelijk zijn gemaakt kan de bank beoordelen of, en zo ja welke financiering past bij de onderneming. Banken gebruiken daarvoor modellen die zijn afgeleid van de *Discounted Cash Flow* (DCF) methode.

4.3.3. Discounted Cash Flow Methode

De DCF methode is oorspronkelijk ontwikkeld om investeringsvraagstukken voor ondernemers te analyseren. Daarbij worden de toekomstige netto inkomsten contant gemaakt met behulp van een disconteringsvoet die het rendement reflecteert voor de vermogensverschaffers met betrekking tot het beoogde investeringsproject. Op deze manier is een belangrijk nadeel van de BAR/NAR methodiek ondervangen omdat er wel rekening wordt gehouden met de tijds waarde van geld.

Voor een vastgestelde periode worden de netto kasstromen bepaald en aan het einde van die periode wordt een kasstroom verondersteld die theoretisch representatief is voor de resterende periode en die mede bepalend is voor de eindwaarde.

In de beoordelingsmodellen van banken wordt rekening gehouden met de tijdswaarde van geld omdat de uitstaande schuld aan de bank moet worden afgebouwd, hetzij geheel, hetzij tot een niveau dat het aan het einde van de looptijd van de lening als een verantwoorde schuld kan worden aangemerkt. Enerzijds ter compensatie van de factor tijd: een geldeenheid in het heden heeft meer waarde dan dezelfde geldeenheid in de toekomst. Anderzijds dient het ter compensatie van de onzekerheid ten aanzien van de inkomstenstromen in de toekomst. Immers, tijdens de looptijd van de lening kunnen zich omstandigheden voordoen die aanleiding kunnen geven tot een inkomstendaling. Te denken valt aan bijvoorbeeld een economische recessie waardoor de kans op dalende huurinkomsten en leegstand toeneemt.

In de praktijk zal een bank op de expiratedatum van de geldlening – indien de lening niet geheel is afgelost - niet een te risicovolle restschuld in de boeken willen hebben zonder dat die geherfinancierd kan worden. De onzekerheid van de aflossing van de lening kan worden gemitigeerd door een lager geldbedrag te lenen, een hogere aflossing te bedingen of een kortere looptijd aan te bieden.

Op basis van de veronderstellingen met betrekking tot de inkomsten en uitgaven van de eigenaar, maakt het DCF model de netto kasstromen inzichtelijk die toereikend moeten zijn voor zowel de bancaire verplichtingen, als het rendement voor de eigenaar van het vastgoed.

4.3.4. Toepasbaarheid van de DCF methode

De DCF methode wordt veel gebruikt door banken. Met behulp van een *spreadsheet* kan voor de gehele looptijd van de lening een gedetailleerde prognose worden opgesteld waarbij per tijdseenheid (maand/kwartaal/jaar) voorziene wijzigingen in de vrije kasstroom kunnen worden meegenomen. Op deze manier kan gedurende de looptijd van de lening rekening worden gehouden met investeringen, leegstand of uitponding. Tevens is deze methode zeer geschikt voor het maken van scenario-analyses, waarbij diverse risico's duidelijk kunnen worden gekwantificeerd.

Naarmate er meer onzekerheid is over de toekomst kunnen kasstromen met minder zekerheid worden vastgesteld. Het is derhalve essentieel dat de aannames, die ten grondslag liggen aan de prognoses, goed worden onderbouwd, aangezien vastgoedleningen doorgaans voor een langere periode worden afgesloten.

4.4. Beperkingen bestaande modellen

4.4.1. Beperkingen BAR/NAR

De modellen BAR/NAR worden nog steeds frequent gebruikt bij het beoordelen van traditioneel vastgoed omdat er veel vergelijkingsmateriaal is. Vooral de BAR methode wordt veel gebruikt. Bij exploitatie vastgoed zijn de concepten onderling vaak niet goed vergelijkbaar. Ook zijn er nog niet

veel (ver)koop transacties geweest. Verder wordt er met de BAR methode geen aandacht besteed aan de kostenzijde. Bij de NAR methodiek gebeurt dat wel. Vaak met een vast percentage dat als vuistregel wordt gehanteerd bij een bepaald type vastgoed. Echter, bij exploitatie vastgoed komen er veel meer kosten kijken dan bij traditioneel vastgoed omdat er vaak allerlei additionele diensten worden aangeboden. Een vaste bruto-netto verhouding is niet toepasbaar vanwege de grote diversiteit aan vastgoedconcepten.

4.4.2. Beperkingen DCF

Om een inschatting te kunnen maken van de inkomende en uitgaande geldstromen moeten veel meer veronderstellingen worden gemaakt dan bij het gebruik van multipliers zoals bij de BAR/NAR methode (Van Gool et al., 2013). Dit klemt vooral bij exploitatie vastgoed waar veel verschillende concepten worden aangeboden. Hierdoor is het minder eenvoudig de concepten onderling te vergelijken met een verhoudingsgetal.

De flexibilisering van de vastgoedmarkt is een recente trend en kan wellicht beschouwd worden als een geheel nieuwe sector: Real Estate as a Service. Kortom, er is veel onduidelijkheid over de omvang van de markt, de houdbaarheid van de nieuwe concepten en dus ook over de daaruit voortvloeiende kasstromen. Naarmate er meer onduidelijkheid is, zullen de prognoses hoofdzakelijk gebaseerd worden op onzekere aannames en kunnen de uitkomsten te rooskleurig worden ingeschat als er onvoldoende rekening wordt gehouden met negatieve invloeden als inkomstendalingen als gevolg van (technische) veroudering. Onzekerheid zal een remmende werking hebben op de financierbaarheid van de sector.

4.5. Beoordelingscriteria

Voor de toekenning van een geldlening analyseren banken vijf aspecten (Van Gool et al., 2013, Berkhout & Zwart, 2016). Naarmate de genoemde aspecten positief worden beoordeeld zal het risico van de financiering afnemen en zal het de financierbaarheid van het betreffende vastgoed vergroten. De beoordelingscriteria zijn van toepassing op zowel de DCF modellen als op de BAR/NAR modellen.

1. Kwaliteit van de geldnemer

De eigenaar van het vastgoed is vaak de geldnemende entiteit. Bij traditioneel vastgoed is de rol van de eigenaar beperkt bij het genereren van kasstromen. Bij exploitatie vastgoed is dat anders. Daar wordt sterk gekeken naar de competenties van de eigenaar als exploitant van het vastgoed. De eigenaar van exploitatie vastgoed heeft geen lang trackrecord waaruit blijkt dat hij langdurig succesvol is geweest.

2. Kwaliteit van het onderliggende onroerend goed

Bij traditioneel vastgoed wordt de kwaliteit van het onroerend goed bepaald door een inschatting te maken van aantrekkelijkheid van de locatie en van de courantheid, de waarde, en de wederverhuurbaarheid van het pand. Deze inschatting wordt gedaan voorafgaand aan het verstrekken van de lening. Gedurende de looptijd van de lening wordt de kwaliteit herbeoordeeld aan de hand van hertaxaties.

Bij exploitatie vastgoed is het vastgoed slechts een middel, welke de exploitant in staat stelt zijn concept uit te baten. Op basis van de bezettingsgraad en opbrengst (en reviews) kan hij zich dagelijks meten ten opzichte van goed vergelijkbare concurrenten. Verder heeft de eigenaar een gezonde prikkel om zijn vastgoed goed te onderhouden; bij verzuim zal de klandizie immers wegblijven.

3. Omstandigheden op de onroerend goed markt

De omstandigheden op de vastgoedmarkt zijn voor alle soorten onroerend goed van belang. Vooral bij nieuwe concepten is het vaak de vraag in hoeverre deze toekomstbestendig zijn. Veel concepten hebben nog geen trackrecord en/of een volledige economische cyclus doorgemaakt. Verder is het de vraag of de markt voor exploitatie vastgoed eenduidig is te definiëren. Er is weinig data beschikbaar.

4. Kwaliteit van de huurder en de bestendigheid van geldstromen

Bij traditioneel vastgoed zijn de inkomsten vrijwel volledig afkomstig van één of enkele huurders. Het beoordelen van de huurder(s) is dan ook één van de belangrijkste beoordelingscriteria. Bij vaste huurcontracten is het in Nederland niet gebruikelijk dat er (periodiek) tussen huurder en verhuurder gegevens over de financiële gegoedheid worden uitgewisseld. Voor banken blijft het vaak gissen naar de kredietwaardigheid van de huurder. Banken kunnen de gewenste financiële informatie van de huurder niet afdwingen omdat de huurder geen partij is in de overeenkomst van geldlening. Banken zijn genoodzaakt de kwaliteit van de kasstroom (huur) te analyseren op basis van openbare bronnen die vaak gedateerd en onvolledig zijn.

Bij exploitatie vastgoed zijn langdurige contracten ongebruikelijk. Door de vele huurders/gebruikers is een individuele toetsing van de kredietwaardigheid een tijdrovende en weinig betekenisvolle analyse. De nadruk van de bank zal dus moeten liggen op een beoordeling van de kwaliteit van het management en het succes van de exploitatie.

5. Structuur van de financiering

De structuur en de hoogte van de geldlening bepaalt eveneens het risicoprofiel van de lening. Bij traditioneel vastgoed wordt vaak de bevoorschotting (Loan to Value = LTV) als belangrijke parameter gebruikt. De DSCR wordt als parameter voor de betaalbaarheid gehanteerd. Het afdekken van renterisico en de herfinancieringsmogelijkheden aan het einde van de looptijd van de lening spelen eveneens een rol.

Bij exploitatie vastgoed worden deze parameters ook gebruikt. Een andere graadmeter voor het risico betreft de *leverage* waarbij de hoogte van de lening wordt afgezet tegen operationele kasstromen van de onderneming (Berkhout & Zwart, 2016). Hoe onzekerder de kasstromen hoe lager de *leverage* en vice versa.

4.6. Is exploitatie vastgoed een vorm van vastgoed voor eigen gebruik?

Exploitatie vastgoed vertoont grote gelijkenis met vastgoed voor eigen gebruik, waarbij in dit geval de ondernemer actief is in de sector die huisvesting aanbiedt. De hypothecaire dekking is voor een bank slechts één van de zekerheden ter securering van de lening. Het business model van de ondernemer is de andere belangrijke pijler. Financiers kijken hierbij naar de sector waarin de

ondernemer zijn inkomsten genereert (Berkhout & Zwart, 2016). Bij het financieren van vastgoed voor eigen gebruik is het van belang te kijken naar hoe lang een bedrijf al actief is in die sector. Het risicoprofiel van een startend bedrijf wordt hoger ingeschat dan van een bedrijf dat al tientallen jaren actief is. Daarnaast wordt er ook gekeken naar de gehele bedrijfskolom en de positie die de onderneming daarin heeft (Canvas Business Model).

Real Estate as a Service kan gezien worden als een geheel nieuwe sector. Het biedt immers kant-en-klare huisvestingsdiensten aan die gebruikers in het verleden zelf moesten samenstellen. De huisvesting van bedrijven in de REaaS sector kunnen worden beschouwd als een vorm van vastgoed voor eigen gebruik. Het stelt deze bedrijven in staat hun diensten aan te bieden aan hun afnemers, vergelijkbaar met veel andere sectoren. Vanuit dat perspectief kan een bedrijf die actief is in deze sector met behulp van het voornoemde Canvas Business Model worden geanalyseerd.

4.7. Deelconclusie

De BAR methode lijkt minder geschikt voor het beoordelen van exploitatie vastgoed. De belangrijkste beperking is dat er geen sprake is van vaste inkomsten op basis waarvan een financiering kan worden gestructureerd. Een andere tekortkoming is dat de kosten buiten beschouwing blijven. Bij de NAR methode wordt het rendement wel gecorrigeerd voor de gemaakte kosten.

De DCF methode lijkt beter te passen, maar ook die kent beperkingen. Het is niet eenvoudig om transparante en toetsbare aannames te maken voor de kasstromen die gegenereerd worden met exploitatie vastgoed. Dit heeft als mogelijke resultaat de risico's worden onderschat en de uitkomsten te rooskleurig zijn. Verder zijn er weinig ervaringscijfers van deze jonge en snel groeiende markt. Het is moeilijk een inschatting te maken hoe de markt zich zal ontwikkelen en daarmee ook de prognosticeerde kasstromen van de individuele vastgoedconcepten.

De in de literatuur genoemde beoordelingscriteria lijken zich hoofdzakelijk te focussen op traditioneel vastgoed waarbij de kwaliteit van de huurder, het vastgoed en de geldnemer de voornaamste parameters zijn. Deze criteria zijn niet één op één van toepassing bij exploitatie vastgoed en worden aangevuld met additionele aspecten (FGH, 2015). De kwaliteit van de huurder wordt minder belangrijk en de ondernemingscapaciteit van de eigenaar/exploitant wordt belangrijker. Daarnaast is er geen eenduidige bruto-netto verhouding toepasbaar bij exploitatie vastgoed. De kostenzijde verschilt sterk per concept en datzelfde geldt ook voor de inkomstzijde.

5. Case study: The Student Hotel

5.1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal de *case study* worden behandeld van The Student Hotel (TSH), een onderneming die een hybride vastgoedconcept aanbiedt. Het doel van deze *case study* is enerzijds om de werking van de beoordelingsmodellen te laten zien, en anderzijds door middel van een praktijkvoorbeeld aan te tonen hoe een bank, in casu ING Bank N.V., de financieringsaanvraag heeft beoordeeld. Eerst zal het business model van TSH worden geïntroduceerd. Vervolgens wordt de casus geschetst: de aanvraag voor de herfinanciering van de bestaande Nederlandse TSH-vestigingen. De omvang van de financiering was dusdanig groot dat deze door meerdere banken moest worden ingevuld. Vervolgens wordt geanalyseerd of de financieringsaanvraag met behulp van de gangbare methoden en criteria kan worden beoordeeld. Hieruit volgt dat er tekortkomingen zijn geconstateerd. Deze worden beschreven en tevens wordt verslag gedaan hoe deze zijn geadresseerd.

Alhoewel er andere voorbeelden zijn van beoordelingen van financieringsaanvragen voor Real Estate as a Service, is deze specifieke aanvraag interessant omdat deze enerzijds kenmerken vertoont van zowel exploitatie vastgoed als van traditioneel vastgoed. Anderzijds zijn de geconstateerde tekortkomingen dezelfde als bij andere REaaS concepten. Derhalve wordt volstaan met het presenteren van één *case study*.

5.2. The Student Hotel: hybride business model

The Student Hotel is een bedrijf dat is opgericht door de in Nederland woonachtige Schot Charlie MacGregor. Het vernieuwende vastgoedconcept is bedacht naar aanleiding van het toenemend aantal internationale studenten dat geen geschikte huisvesting kon vinden. Aangezien de buitenlandse studenten in de zomermaanden weer terug naar huis gaan, staan de kamers tijdens de vakantie maanden juli en augustus leeg. Tijdens deze maanden is er vanuit de toeristensector juist veel vraag naar hotelkamers. Door de studentenkamers volledig gemeubileerd aan te bieden met daarbij enkele aanvullende diensten, kunnen beide doelgroepen met hetzelfde product bediend worden. De eerste vestiging opende in 2012 in Rotterdam. TSH is volledig eigenaar van het vastgoed en de exploitatie.

De afgelopen jaren ontwikkelde het concept zich verder tot een full service studentenhuisvesting met veel aanvullende diensten zoals een *gym*, wasserette, *food & beverage* en fietsverhuur. Hierdoor kan TSH in de prijsstelling voor de studentenkamers een premie opnemen ten opzichte van reguliere studentenkamers. Dezelfde diensten staan ook ter beschikking aan de hotel- en *short stay* gasten (verblijfsperiode tussen 1 week en 6 maanden). Daarnaast is de propositie gericht op *connecting communities*; dat houdt in dat de klanten, gebruikers, gasten en bezoekers van The Student Hotel zowel fysiek als digitaal met elkaar in contact kunnen komen. Zo heeft TSH haar eigen *App* ontwikkeld waarmee bezoekers met elkaar in contact kunnen treden, maar waarmee ook nog additionele diensten in de toekomst kunnen worden aangeboden. Er zijn veel voor het publiek toegankelijke ruimtes zoals een ruime lobby, een bar, een restaurant en ruimtes voor ontspanning. Sinds begin 2017 is het concept van The Student Hotel uitgebreid met Collab, een *co-working*

concept waarbij een gedeelte van het gebouw gehuurd kan worden om te werken of om vergaderingen te houden.

5.3. Financieringsverzoek

TSH heeft in het tweede kwartaal van 2017 in Nederland een zestal vestigingen operationeel en nog één in aanbouw. Alle vestigingen zijn individueel gefinancierd. TSH wil deze samenvoegen tot één gezamenlijke kredietfaciliteit. Aangezien de gevraagde financiering dusdanig omvangrijk is, moet deze door meerdere banken gezamenlijk gefinancierd worden. Daartoe heeft TSH een financieringsmemorandum aan de banken ter beschikking gesteld.

Opbrengsten

In het memorandum worden de behaalde en verwachte financiële resultaten van de individuele vestigingen gepresenteerd. Het hybride business model van TSH laat een mix van inkomsten zien uit de verschillende activiteiten. De kamers worden gedurende tien maanden van het jaar door studenten gehuurd en twee maanden als hotelkamer verhuurd. In het laatste boekjaar (2016) waren de totale inkomsten als volgt verdeeld: studentenhuisvesting (36%), hotel (49%), *short stay* (11%) en overig (4%).

Kosten

Wanneer de kosten van TSH worden afgezet tegen die van de residentiële sector, dan zijn de kosten van de exploitatie van het TSH concept veel hoger dan de exploitatie van (studenten)woningen. Dat wordt veroorzaakt door de additionele diensten die door TSH worden aangeboden. Daar zijn investeringen en personeel voor nodig. De bruto/netto verhouding van de huurinkomsten is significant anders dan bij reguliere huisvesting.

Wanneer de kosten worden afgezet tegen de hotelsector, dan is het business model juist veel profijtlijker. Dat komt omdat er gedurende tien maanden geen wisseling is van de bewoners van de kamers waardoor er vrijwel geen schoonmaakkosten zijn. Het beddengoed hoeft niet dagelijks vervangen te worden en ook anderszins zijn er veel minder operationele activiteiten nodig dan bij een hotel.

Investeringen

Het concept kwam in 2012 op de markt en heeft zich in de jaren daarna snel doorontwikkeld. TSH heeft in 2017 besloten om de vestigingen, die in 2012-2015 geopend waren, te upgraden. Het investeringsprogramma bedroeg meer dan 30% van de totale jaaromzet van deze vestigingen.

5.4. Tekortkomingen traditionele beoordelingmethoden en – criteria

5.4.1. Methodieken

De analyse van het business model van TSH vergde een specifieke benadering. Dit was voor een belangrijk deel toe te schrijven aan het hybride karakter van de bedrijfsactiviteiten. Studentenhuisvesting is goed vergelijkbaar met reguliere huisvesting: geringe leegstand, weinig mutatie en redelijk constante inkomsten omdat de markthuurlijheid behoorlijk transparant en eenduidig is.

Bij een hotel wijzigt de bezettingsgraad dagelijks, zijn er zeer veel mutaties en de prijzen worden iedere dag opnieuw bepaald op basis van vraag en aanbod.

De BAR methode was om de volgende redenen niet toepasbaar:

- Afwezigheid van vergelijkbare concepten.
- Sterk variërende inkomsten. Afhankelijk van de periode waarover de BAR wordt berekend kan dit een te hoog rendement opleveren (zomer) of een te laag rendement (winter).
- Groot verschil tussen bruto en netto inkomsten.
- Een deel van de inkomsten moet worden geherinvesteerd om het concept *up to date* te houden.

De NAR methode houdt wel rekening met de kostenstructuur maar de andere tekortkomingen, genoemd bij de BAR methode, zijn ook bij de NAR methode van toepassing. Daardoor was deze methodiek ook ongeschikt.

De DCF methode is gebruikt om de toekomstige kasstromen in kaart te brengen en te analyseren of de gevraagde lening daarmee in een gezonde verhouding staat tot de kasstromen die de onderneming genereert. Het bepalen van de toekomstige kasstromen was niet eenvoudig. De verschillende bedrijfsactiviteiten hebben hun eigen doelgroep en markt. Deze moesten zowel afzonderlijk als gezamenlijk worden beoordeeld. Met behulp van de DCF methode konden scenario-analyses worden gedaan door één of meerdere variabelen (aannames) te veranderen en het effect daarvan op de resultaten helder inzichtelijk te maken. Hiermee werd een beeld gevormd van de kasstromen in verschillende toekomst scenario's. Dit was met de BAR/NAR methode minder goed mogelijk geweest omdat het gehele risico gevat is in één rendementseis.

5.4.2. Beoordelingscriteria

Gebruikmaking van de beoordelingscriteria van banken (zie paragraaf 4.5.) leverde het volgende op.

1. *Kwaliteit van de geldnemer*

TSH is eigenaar van het vastgoed en van de exploitatie. Het bedrijf maakt een snelle en succesvolle groei door; alle vestigingen zijn winstgevend. Daarnaast zijn enkele kapitaalcrachtige institutionele investeerders toegetreden. Alhoewel er geen argumenten waren om de kwaliteit van de kredietnemer negatief te beoordelen, moeten de resultaten van TSH worden gezien tegen de achtergrond van een relatief jonge en sterk groeiende markt.

2. *Kwaliteit van het onderliggende onroerend goed*

Net als andere concepten die veel gebruikers willen bedienen, is de locatie van de TSH vestigingen belangrijk. De wederverhuurbaarheid van het vastgoed was in geval van TSH geen aspect dat relevant wordt geacht. Er is geen afhankelijkheid van één of enkele huurder(s). Het vastgoed kent een zeer specifieke invulling overeenkomstig het onderscheidende TSH vastgoedconcept.

De courantheid van het vastgoed is een element waarop TSH slecht scoorde. Doorgaans vinden banken het prettig als een pand zonder veel ingrepen weer op de markt kan worden gebracht. Het unieke van het concept is voor het bedrijf een onderscheidend kenmerk, maar voor de financier geldt het omgekeerde. Wanneer het vastgoed courant is er veel belangstelling en kan het pand eenvoudig

worden verkocht. Voor een financier is het de vraag welke kasstromen resteren als het business model van TSH niet (meer) werkt. In voorkomende gevallen wordt er door banken gekeken naar een alternatieve aanwendbaarheid van het pand. Bij TSH heeft het pand echter al diverse bestemmingen. Een verschuiving in de mix van het aanbod zal eerder opportuun zijn dan een geheel nieuwe bestemming.

3. Omstandigheden op de onroerend goed markt

Het concept is dusdanig bijzonder dat er geen marktgegevens beschikbaar zijn van goed vergelijkbare bedrijven. Voor de individuele activiteiten en diensten van TSH zijn wel gegevens beschikbaar van andere bedrijven. Om een goede kredietanalyse te maken, moeten de resultaten per activiteit gedifferentieerd worden. Dat inzicht was niet beschikbaar omdat in het financieringsmemorandum alleen geconsolideerde cijfers werden gepresenteerd.

4. Kwaliteit van de huurder en de bestendigheid van geldstromen

De analyse van de huurder kon hier achterwege blijven. Het ging veel meer over het succes van het concept en de toekomstbestendigheid daarvan.

5. Structuur van de financiering

Voor dit type vastgoedconcept zijn geen vaste financieringsrichtlijnen. Dit leverde bij de banken veel discussie op bij het berekenen van de leencapaciteit van de onderneming. Wanneer men de standaard bruto/netto verhouding zou toepassen van de woningmarkt en een voor deze sector acceptabele *net debt yield* (netto kasstroom ten opzichte van de geldlening), dan wordt de leencapaciteit te rooskleurig ingeschat. De werkelijke bruto/netto verhouding van TSH ligt veel lager, zonder dat daarbij rekening gehouden wordt met de benodigde investeringen.

Anderzijds, wanneer de leencapaciteit aan de hand van de in de hotelsector gangbare criteria wordt berekend, dan zou deze te behoudend worden ingeschat. Het rendement van TSH is beduidend hoger dan het gemiddelde van de hotelsector. De inkomsten uit de studentenhuisvesting zijn stabielere dan de inkomsten uit de hotelsector.

De traditionele beoordelingscriteria schoten tekort bij het beoordelen van het managen van een bedrijf als TSH. De coördinatie van de bedrijfsactiviteiten, welke een intensief beheer vergen, zijn omvangrijk en bepalen het succes van de exploitatie. Vanwege het ontbreken van gelijksoortige concepten kon geen goede financiële benchmark analyse worden gedaan. Een vergelijking van de prestaties van de individuele bedrijfsactiviteiten met andere bedrijven bleek wel mogelijk maar het toerekenen van opbrengsten en kosten naar de individuele bedrijfsactiviteit was niet eenvoudig omdat deze nauw met elkaar verbonden zijn. De kwaliteiten van het management zijn tevens beoordeeld op niet financiële parameters zoals de reviews van hotelgasten.

De leencapaciteit is uiteindelijk berekend door de activiteiten en de bijbehorende netto kasstromen afzonderlijk te beoordelen. De stabiele inkomsten uit studentenhuisvesting hebben een lager risicoprofiel dan de fluctuerende resultaten uit de hotelactiviteiten. Daarnaast is rekening gehouden met het benodigde investeringsprogramma. Bij traditioneel vastgoed zijn deze verplichtingen minder omvangrijk en komen vaak voor rekening van de huurder.

5.5. Deelconclusie

De *case study* van The Student Hotel heeft verschillende inzichten opgeleverd. De toepasbaarheid van zowel de BAR als de NAR methodiek op het business model van TSH als geheel bleek zeer gering. Het toepassen van één *net debt yield* was niet mogelijk vanwege het hybride karakter van het concept. Weliswaar was het concept van TSH geheel nieuw, en als zodanig lastig te toetsen, maar over studentenhuysvesting en hotels was relatief veel informatie beschikbaar. Het bleek mogelijk de kasstromen per bedrijfsactiviteit te analyseren, waarmee een beoordeling kon worden gemaakt van het totale business model van TSH. Deze kasstromen zijn verwerkt in een DCF model, waarbij een goede inschatting nodig was van de risicokwalificatie van de verschillende bedrijfsactiviteiten en hun onderlinge samenhang. De DCF methode bleek de meest geschikte methode om de lening capaciteit van TSH te berekenen.

De traditioneel belangrijk geachte criteria, zoals de courantheid van het vastgoed en de kwaliteit van de huurder, zijn nauwelijks van belang. Daarentegen was de beoordeling van de exploitant, als belangrijkste succesfactor van het vastgoedconcept, zeer bepalend. Daarnaast werd duidelijk dat de onderneming een fors deel van de kasstromen moet investeren in het up-to-date houden van het vastgoedconcept om ook in de toekomst succesvol te kunnen zijn.

6. Uitwerking van de onderzoeksvraag

6.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de wijze behandeld waarop de centrale onderzoeksvraag is uitgewerkt. De kwalitatieve aard van het onderzoek heeft voor een belangrijk deel de gekozen onderzoeksmethode bepaald. De keuze om dit aan de hand van diepte interviews te doen wordt toegelicht. Vervolgens zal de selectie van de experts worden uitgelegd. Daarbij zal tevens inzichtelijk worden gemaakt waarom is gekozen voor experts uit vier disciplines: financiers, taxateurs, institutionele investeerders en vastgoedondernemers. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een samenvatting.

6.2. Gehanteerde onderzoeksmethodiek

Vanuit de wetenschap worden interviews als een geschikt middel gezien om verkennend onderzoek te doen (Boeije, 2014). Er is voor gekozen om een aantal experts uit vergelijkbare disciplines te interviewen, zodat het onderwerp vanuit verschillende perspectieven kan worden onderzocht (triangulatie).

De gegevens en inzichten zijn verzameld aan de hand van semigestructureerde één op één diepte-interviews. De experts kregen van te voren inzicht in de centrale onderzoeksvraag en een beknopte achtergrond van het onderwerp. De belangrijkste open vragen werden eveneens vooraf toegestuurd zodat de experts voorbereid aan het interview begonnen. Er is voor de semigestructureerde interview-methodiek gekozen om op bepaalde antwoorden door te kunnen vragen indien daar aanleiding voor was. Tevens stelt het de onderzoeker in de gelegenheid om de antwoorden goed te interpreteren en in de juiste context te plaatsen. Op deze manier kan een grondig beeld worden verkregen van de opvattingen van experts. Vaste vragenlijsten zijn hiervoor minder geschikt.

In de gekozen methodiek van afzonderlijke interviews, wordt voorkomen dat de verschillende opvattingen van de experts worden gecorrigeerd door andere experts. Op deze manier is er optimaal ruimte voor persoonlijke opvattingen (Boeije, 2014). Er is bewust voor gekozen om geen expertsessies te organiseren om intersubjectiviteit te vermijden.

6.3. Experts

6.3.1. Selectie disciplines

Aangezien in de onderzoeksvraag het perspectief van de bankensector centraal staat, is het evident dat de bankensector geselecteerd is. De opkomst van Real Estate as a Service heeft nauwe verwantschap met de risicoperceptie van exploitatie vastgoed ten opzichte van traditioneel vastgoed. Niet alleen banken analyseren de business modellen van vastgoed, dat doen taxateurs en investeerders ook. Derhalve zijn deze twee laatste disciplines geselecteerd. Daarnaast is gekozen voor interviews met twee experts uit de exploitatie vastgoedsector zelf.

6.3.2. Selectie experts

ING en Rabobank zijn de twee grootste Nederlandse banken op het gebied van vastgoedfinanciering. Daarom is er voor gekozen om contact te zoeken met de leidinggevenden van de betreffende risicomanagement afdelingen. De geïnterviewde experts zijn de heer Besem van ING Real Estate Finance (ING REF) en de heer Steenaart van FGH Bank (inmiddels geïntegreerd in Rabobank). Bij het gesprek met de heer Besem was ook zijn collega Van Woerkens aanwezig. Tijdens het interview met de heer Steenaart was ook zijn collega de heer Schalk aanwezig.

Binnen de discipline investeerders is gekozen voor experts afkomstig van institutionele beleggers. Enerzijds omdat zij een goed overzicht hebben op de gehele (Nederlandse) vastgoedmarkt en anderzijds omdat zij direct beleggen in alle segmenten van de vastgoedmarkt. De selectie van APG komt voort uit hun ervaringen met exploitatie vastgoed en als medeaandeelhouder van de hotelketen CitizenM en The Student Hotel. Bovendien is APG onderdeel van één van de grootste pensioenfondsen ter wereld: het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP). Het interview heeft plaatsgevonden met de heer Vos. Daarnaast is gekozen voor het Spoorwegpensioenfonds. De heer Van Gool geeft leiding aan dat bedrijf en hij is tevens hoogleraar Vastgoedeconomie aan de Vrije Universiteit in Amsterdam en (mede) auteur van het voor dit onderzoek regelmatig geraadpleegde boek *Onroerend Goed als belegging*.

Het eerste interview met een taxatie-expert vond plaats met de heer Hendriks, die onder meer leiding geeft aan de taxatie afdeling binnen Savills in Nederland. Savills is één van de toonaangevende makelaars- en taxatiekantoren ter wereld. Daarnaast is hij docent *Real Estate Valuation* aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Het andere interview vond plaats met de taxatie-expert, de heer Driessen van Invast. Dit bedrijf is toonaangevend op het gebied van makelen en taxeren van (exploitatie)vastgoed, met name hotels. Voordat de heer Driessen het bedrijf Invast had opgezet, was hij werkzaam voor organisaties als FGH en Regus.

Tenslotte werden ook twee experts geïnterviewd vanuit de sector Real Estate as a Service. De heer Roordink is oprichter en CEO van het flexkantorenconcept Spaces, één van de pioniers in Nederland op het gebied van moderne *co-working* proposities. Het bedrijf is ruim 10 jaar actief op de Nederlandse markt en heeft inmiddels vijf vestigingen. De onderneming is in 2014 verkocht aan de moedermaatschappij van Regus. Daarnaast is de CEO en mede oprichter van Zoku geïnterviewd, te weten de heer Jongerius. Dit bedrijf biedt een uniek hybride vastgoedconcept aan waarbij *short stay* wordt gecombineerd met *co-working space*. Het bedrijf heeft haar eerste vestiging geopend in 2016 en opent binnenkort een aantal vestigingen in Europa.

6.3.3. Overzicht experts

Hieronder worden de individuele experts overzichtelijk in een schema gepresenteerd.

| Discipline | Experts | Organisatie en functie |
|--------------------------|---------------------------|--|
| Banken | De heer Henk Besem | Senior Managing Director ING Real Estate Finance |
| | De heer Peter Steenaart | Directeur Riskmanagement bij FGH Bank |
| Taxateurs | De heer Dave Hendriks | Managing Director Consultancy bij Savills |
| | De heer Bastiaan Driessen | Managing Partner bij Invast |
| Institutionele Beleggers | De heer Peter van Gool | Hoofd Onroerend Goed at SPF Beheer / Hoogleraar Vastgoedeconomie |
| | De heer Martijn Vos | Senior Portfolio Manager Real Estate at APG Asset Management |
| Exploitant | De heer Martijn Roordink | Founder en CEO Spaces |
| | De heer Marc Jongerius | Managing Director & Co-founder Zoku |

Figuur 1: schema met geïnterviewde experts

6.4. Onderzoeksvragen en stellingen

In deze paragraaf zullen de vragen en stellingen worden gepresenteerd die als leidraad hebben gediend bij het afnemen van de interviews.

De interviews vielen in drie onderdelen uiteen. In het eerste deel van het interview werd gesproken over de opkomst van exploitatie vastgoed en de potentiële reikwijdte daarvan. Door met dit onderdeel te starten, werden mogelijke interpretatieverschillen over exploitatie vastgoed voorkomen. Vervolgens kwamen de beoordelingscriteria aan bod in het licht van de opkomst van REaaS. Tenslotte werd aan de hand van een aantal stellingen nagegaan of er in de risicoperceptie van de experts een verschil is tussen het financieren van traditioneel vastgoed ten opzichte van exploitatie vastgoed.

6.4.1. Omvang exploitatie vastgoed

Het is belangrijk om een beeld te krijgen welk deel van de vastgoedmarkt geraakt wordt door de flexibilisering en daardoor eigenschappen krijgt van exploitatie vastgoed. Als meest herkenbare voorbeeld werd tijdens de interviews de opkomst van flexkantoren genoemd. Daarmee was het voor de experts direct duidelijk wat er met de term exploitatie vastgoed (REaaS) werd bedoeld.

De experts werden gevraagd naar hun opvatting over de reikwijdte van de opkomst van exploitatie vastgoed in andere sectoren zoals winkels en residentieel vastgoed. Daarbij werd eveneens de ontzuiling van de vastgoedsector aan de orde gesteld door te informeren naar de opkomst van hybride concepten. Uit de vakliteratuur en recente marktinformatie kan geen eenduidig beeld kan worden gevormd van de omvang van REaaS op de vastgoedmarkt. De experts zijn de volgende vragen voorgelegd:

- Hoe groot is de markt voor flex kantoren op dit moment en wat is de reikwijdte?
- Welke andere segmenten in de vastgoedmarkt worden in de (nabije) toekomst beïnvloed door flexibilisering of exploitatiebenadering?
- Wanneer zal de markt consolideren/verzadigen?
- Herkent u de trend van de opkomst van hybride vastgoedconcepten?

6.4.2. Beoordelingscriteria

Het volgende onderdeel van het interview bestond uit het bespreken van de verschillende beoordelingscriteria, die relevant zijn voor het beoordelen van financieringsaanvragen van vastgoed. De beoordelingscriteria zijn gegroepeerd in 4 categorieën. In onderstaande tabel staan deze criteria weergegeven:

| Categorie | Beoordelingscriteria | huidig | toekomst |
|---------------------|---|--------|----------|
| Huurder | Gewogen gemiddelde resterende duur van de huurcontracten Concentratierisico/Spreiding (veel/weinig huurders) Actuele huurstroom vs Markthuur (over/underrent) Kwaliteit huurder | | |
| OG/markt | Locatie Leegstandrisico/Wederverhuurbaarheid/Courantheid Staat van onderhoud/Capex Energietabel Concurrentie | | |
| Geldnemer | Management/Exploitatie Staat van dienst/Ervaring Toekomstbestendigheid Businessmodel/Vastgoedconcept/Branding | | |
| Fin. Analyse | Loan to Value (LTV) (Waarde tov schuld) (Net) Debt yield (DSCR) Leverage (Cashflow tov Schuld) Historische performance Opex (EBITDA-marge of verschil tussen bruto en netto huur) | | |

Figuur 2: overzicht beoordelingscriteria

Beleggers en taxateurs gebruiken deze criteria eveneens als richtsnoer voor hun analyses. De experts is gevraagd aan te geven welke criteria op dit moment relevant zijn. Vervolgens is hen gevraagd of de criteria in de toekomst meer of minder relevant zullen zijn. De experts vanuit de REaaS sector hebben de criteria benoemd waarvan zij vinden dat de banken daar meer aandacht aan zouden moeten besteden.

6.4.3. Stellingen risicoperceptie

Tenslotte werden de experts gevraagd naar hun risicoperceptie van exploitatie vastgoed ten opzichte van traditioneel vastgoed aan de hand van de volgende stellingen:

1. Het financieren van vastgoed verschuift van het financieren van langdurige huurcontracten naar het financieren van business modellen.
2. De kasstromen van commercieel vastgoed worden volatieler door flexibilisering van huurcontracten.
3. Hogere huurinkomsten van een flexibel kantoor ten opzichte van een regulier kantoor compenseren de toegenomen onzekerheid van de kasstromen.
4. De bevoorschotting van flexkantoren dient gelijk te zijn aan gewone kantoren (*ceteris paribus*).
5. Bij een economische crisis is de 'remweg' van huurinkomsten van flexkantoren drastisch korter dan bij reguliere kantoren. Dit noopt tot een lagere bevoorschotting voor flexkantoren ten opzichte van reguliere kantoren.
6. Doordat de remweg korter is bij flexkantoren zal er geen *smoothing* effect zijn bij taxaties. De uitkomsten van deze taxaties zullen volatieler worden.
7. Een kantoor dat langdurig is verhuurd aan een flexkantoren-exploitant, is even risicovol als wanneer het verhuurd is aan een willekeurige andere huurder.
8. Het is verantwoord om – langs dezelfde richtlijnen - langdurige verplichtingen aan te gaan (vastgoedfinanciering), terwijl de kasstromen steeds meer een kortlopend karakter hebben.

6.5. Samenvatting

In dit hoofdstuk is een onderbouwing gegeven voor de gekozen onderzoeksmethodiek. Tevens is inzicht gegeven in de selectie van de experts en de structuur van de interviews. De uitwerking van de interviews vindt in het volgende hoofdstuk plaats.

7. Uitwerking resultaten

7.1. Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de acht interviews gepresenteerd die in de maanden september en oktober van 2017 zijn afgenomen. De uitwerking vindt geanonimiseerd plaats. Enerzijds vanwege de vertrouwelijkheid en anderzijds om experts in staat te stellen een zo open en eerlijk mogelijk antwoord te geven op de vragen. De uitwerkingen van de interviews zijn op te vragen bij de onderzoeker.

De uitwerking en analyse van de resultaten volgt de interviewstructuur. Eerst wordt een weergave gegeven van de omvang van de markt voor exploitatie vastgoed. Daarna komen de beoordelingsmodellen en -criteria aan de orde. Vervolgens wordt een beeld gegeven van de risicoperceptie van de experts op exploitatie vastgoed ten opzichte van traditioneel vastgoed. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie.

7.2. Markt voor exploitatie vastgoed

In dit deel van het interview werd de experts gevraagd een inschatting te maken van de omvang, de groei en de reikwijdte van de markt voor exploitatie vastgoed. De uitwerking wordt beknopt gepresenteerd door meningen van de experts samengevat te presenteren. Hierbij worden de volgende termen gebruikt om de opvatting weer te geven:

- Enkele (1-2 personen);
- Verschillende (3-4 personen);
- Meerdere (5-6 personen); en
- De overgrote meerderheid (6-7 personen)

7.2.1. Hoe groot is de markt voor flexkantoren op dit moment en wat is de reikwijdte?

Alle experts zijn van mening dat de markt voor flexkantoren sterk groeit en herkennen de opkomst van flexkantoren als een duidelijk waarneembare trend. De vraag vanuit beleggers naar grote kantoorgebouwen met slechts één huurder is sinds de laatste crisis al sterk afgenomen en daarom vragen enkele experts zich af of flexibilisering eigenlijk al niet veel eerder in gang is gezet met de opkomst van *multi-tenant* kantoren. De overgrote meerderheid is de mening toegedaan dat de flexibilisering van de markt pas recentelijk echt op gang is gekomen in Nederland.

Meerdere experts geven aan dat het groeitempo van flexkantoren veel hoger ligt in de grote steden dan in de rest van Nederland. Deze groei wordt volgens hen gedreven door grote bedrijven, die invulling gaan geven aan de flexibele schil. Grote aanbieders van flexkantoren springen hier op in door in grote steden in het land vestigingen te openen en daarmee een interessante waarde propositie te creëren voor deze doelgroep. Enkele experts verwachten zelfs dat werknemers van grote bedrijven in de toekomst een maandelijkse huisvestingstoelage zullen krijgen (vergelijkbaar met een budget voor vervoer) en daarmee zelf hun werkplek kunnen kiezen.

Meerdere experts vinden het lastig om de flexkantorenmarkt scherp af te bakenen als deelsegment van de kantorenmarkt. Zo wordt regelmatig de vraag opgeworpen waar nu de scheidslijn moet worden getrokken tussen een multi-tenant gebouw en een flexkantoor. Ook wordt de discussie over de definitie en de criteria van het begrip 'werkplek' meermaals gevoerd: zijn de hotellobby, de Coffee Company en de keukentafel thuis ook (potentiële) werkplekken?

De toekomstige omvang van de flexkantorenmarkt wordt door alle experts ingeschat op meer dan 10% van het totale aanbod, waarbij meerdere experts aangeven dat zelfs 20% behaald kan worden. Eén exploitatie expert is zelfs van mening dat vrijwel alle kantoren uiteindelijk zullen functioneren als flexkantoor. De overgrote meerderheid van de experts verwacht dat marktpartijen door de effecten van de invoering van IFRS 16 heen zullen kijken. Zij vermoeden dat (beursgenoteerde) bedrijven niet massaal voor kortlopende huurcontracten zullen kiezen. De grote bedrijven verhuizen niet gemakkelijk en omdat het huurcontract ook door de verhuurder kan worden opgezegd, is de inschatting van de experts dat dit een onwenselijk risico zal zijn voor grote bedrijven. Daarnaast wordt door verschillende experts twijfel geuit bij de effectiviteit van de nieuwe IFRS regel. Zij vermoeden dat de regeling kan worden omzeild met behulp van (langdurige) onderhuurcontracten of met managementcontracten. Alle experts zien momenteel weinig gedragsverandering als gevolg van de naderende invoering van IFRS 16.

Er kan tussen de experts geen consensus worden gerapporteerd over hun inschatting wanneer de groei in exploitatie vastgoed zal consolideren. De inschattingen variëren tussen de vier en dertig jaar. Meerdere experts denken dat er een heel breed scala aan concepten zal ontstaan, terwijl anderen van mening zijn dat de markt zal consolideren tot een handvol aanbieders.

Analyse en deelconclusie

Alle experts onderschrijven de opkomst van flexkantoren en zijn van mening dat de markt nog significant zal groeien, vooral in grootstedelijke gebieden. Deze toenemende vraag naar flexibele huisvesting komt met name vanuit grote bedrijven. Dit komt overeen met de signaleringen vanuit de vakliteratuur. In tegenstelling tot publicaties van accountantskantoren, zien de experts vooralsnog geen katalyserend effect van de nieuwe IFRS 16 regel op de vraag naar flexibele huisvesting vanuit (beursgenoteerde) ondernemingen.

De experts vinden het lastig om een inschatting te maken van de huidige en toekomstige omvang van de flexkantorenmarkt. Dat lijkt enerzijds veroorzaakt te worden doordat er geen exacte definitie van een flexkantoor bestaat en anderzijds omdat er geen goede marktcijfers worden bijgehouden. Dat de markt voor flexkantoren groeit is evident, maar de experts hadden een breed uiteenlopende denkbeelden bij de reikwijdte van de flexkantorenmarkt.

7.2.2. Welke andere asset classes worden in de (nabije) toekomst beïnvloed door flexibilisering of exploitatiebenadering?

Alle experts constateren een toegenomen dynamiek in de vastgoedmarkt en op de verschillende deelmarkten.

Wonen

De overgrote meerderheid van de experts is het er over eens dat de flexibilisering van de vastgoedmarkt niet erg zichtbaar is op de residentiële markt, ondanks het feit dat huurcontracten een korte opzegtermijn hebben. Op de woningmarkt overtreft de vraag het aanbod en is er weinig leegstand. Enkele experts wijzen op deelgebieden van de woningmarkt waar wel in toenemende mate exploitatie-concepten zichtbaar worden, zoals bij studentenhuisvesting en *serviced apartments* (*short-* en *long stay* appartementen).

Winkels

De meningen van experts over de invloed van exploitatie vastgoed op de winkelsector is verdeeld. Meerdere experts geven aan dat de verdeling van het eigendom bepalend is of er sprake kan zijn van een exploitatie benadering. Bij winkelcentra waarbij het eigendom bij één partij ligt, wordt de exploitatie van het winkelcentrum gezien vanuit een totale opbrengst gedachte. In een winkelstraat met een versnipperd eigendom is de focus op maximale huur per individueel pand. Meerdere experts constateren dat winkelcentra steeds vaker aan actieve *branding* doen. De overgrote meerderheid van de experts gaf aan dat er geen significante toename is van huurcontracten met een deel omzetafhankelijke huur.

Zorg

Ouderen moeten steeds langer thuis blijven wonen. Meerdere experts constateren dan ook een groeiende vraag naar woningen die dit mogelijk maken door een uitbreiding van aanvullende zorgdiensten. Daarnaast wordt ook een toename van zorghotels geconstateerd, waar patiënten verblijven voor herstel of revalidatie na een medische ingreep.

Hybride concepten

Alle experts herkennen de trend van toenemende functiemenging binnen gebouwen: met name *hospitality*-achtige toevoegingen worden gemeengoed in zowel het kantoren- als het winkelsegment van de vastgoedmarkt. Desalniettemin geven vrijwel alle experts aan dat er vaak nog wel één hoofdactiviteit aan te wijzen valt waarmee het concept dan als zodanig wordt geclassificeerd.

Analyse en deelconclusie

De opkomst van Real Estate as a Service binnen andere segmenten van de vastgoedmarkt heeft een minder duidelijk verschijningsvorm dan op de kantorenmarkt. Ook is deze trend vooralsnog van een beperktere omvang. Het is voor deze segmenten niet mogelijk een helder toekomstbeeld te schetsen van de reikwijdte van *REaaS*. Vooral hybride concepten kennen een exploitatie benadering, maar deze concepten zijn vaak niet direct aan één segment van de vastgoedmarkt toe te schrijven.

7.3. Beoordelingsmodellen: DCF of BAR/NAR

De overgrote meerderheid van de experts geeft aan dat de door hen gehanteerde beoordelingsmodellen overeenkomen met de DCF methodiek. De belangrijkste argumentatie luidt dat alle aannames helder kunnen worden gekwantificeerd en het effect hiervan duidelijk zichtbaar wordt in de rekenmodellen.

Verschillende experts geven aan dat huurwaardekapitalisatiemodellen worden gebruikt, maar tekenen daarbij aan dat deze uitsluitend als controlemiddel worden toegepast om de uitkomsten van de DCF modellen op realiteitsgehalte te toetsen. Als belangrijke beperkingen van de BAR/NAR methodiek worden genoemd:

1. Gebrek aan transparantie. Bij flexkantoren is het lastig de huur te bepalen per gebruiksruimte. Meerdere expert geven aan dat de inkomsten moeten worden gesplitst in een deel dat aan het vastgoed toe te rekenen is en een deel aan de exploitatie daarvan. Deze inkomstenstromen hebben immers andere risicoprofielen. Het deel dat betrekking heeft op vastgoed heeft een gelijk risicoprofiel als vergelijkbaar vastgoed in de nabijheid van het betreffende flexkantoor. Het overige risico is toe te rekenen aan de exploitatie en heeft een hoger risicoprofiel.
2. Gebrek aan vergelijkbaarheid Het is niet goed mogelijk om flexkantoren onderling met elkaar te vergelijken. De concepten kunnen namelijk sterk van elkaar verschillen, zoals locatie, kwaliteit en aanbod van diensten. Wanneer een flexkantoren exploitant een pand huurt, is dat wel goed te vergelijken met andere huurders. Het gaat dan alleen om de oppervlakte en de locatie.
3. Gebrek aan Transacties: Er zijn nog maar enkele transacties geweest op de markt voor flexkantoren. Hierdoor is er weinig marktinformatie.

Analyse en deelconclusie

De sector REaaS heeft een prille historie en wordt gekenmerkt door een grote diversiteit aan nieuwe concepten. De keerzijde hiervan is dat er een gebrek is aan (eenduidig vergelijkbare) data. Daarmee zijn de BAR/NAR- en de huurwaardekapitalisatiemethode ongeschikt voor het beoordelen van exploitatie vastgoed. Dit verklaart waarom experts primair de DCF methode hanteren. Deze methode kent echter ook een beperking. De aannames in het model kunnen niet worden onderbouwd met ervaringscijfers uit het verleden. Dit maakt het financieren van exploitatie vastgoed risicovoller.

7.4. Beoordelingscriteria

De experts is gevraagd om de relevantie van de beoordelingscriteria in de toekomst te vergelijken met die in het heden. Bij het weergeven van de resultaten is het niet altijd mogelijk deze objectief te meten langs een bepaalde schaal. Daarom is hier gebruik gemaakt van de Likertschaal. Analoog daaraan worden de resultaten van de interviews die betrekking hebben op de diverse beoordelingscriteria weergegeven als: minder belangrijk, gelijk, en belangrijker. Daarbij zal ook een toelichting worden gegeven.

7.4.1. Categorie: Huurder

Tijdens de interviews worden twee typen huurders besproken: de huurder als exploitant van een vastgoedconcept en de huurder als eindgebruiker. Deze zullen hieronder beiden behandeld worden.

Gewogen gemiddelde resterende duur van het huurcontract

Alle experts constateren dat de gewogen gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten korter wordt. Hierbij wordt opgemerkt dat de kortere looptijd van huurcontracten gecompenseerd wordt door een betere spreiding van de huurinkomsten, omdat deze afkomstig zijn van meer huurders. De meerderheid van de experts geeft aan dat een lang huurcontract wel essentieel blijft voor het verstrekken van een financiering. Anderen geven aan dat bij exploitatie vastgoed ook prestatie-gerelateerde contracten hun intrede doen, zoals winstdelings- en management contracten.

Spreiding

Alle experts zijn van mening dat spreiding van huurders nog altijd aan te bevelen is en dat dit in de toekomst van gelijk belang blijft. Meerdere experts geven aan dat het beheer van een grote groep gebruikers veel intensiever is dan bij traditioneel vastgoed en tekenen daarbij aan dat veel vastgoedeigenaren niet zelf het vastgoed actief willen beheren.

Actuele huurinkomsten vs markthuur

Alle experts onderkennen dat de prijs van een flexkantoor hoger ligt dan die van een regulier kantoor. De algemene opvatting is dat het prijsniveau van de huur afhankelijk is van de looptijd en van de oppervlakte. Een derde verklarende factor voor een hogere prijs van een flexkantoor is dat er bij flexkantoren meer diensten worden aangeboden dan bij reguliere kantoren. De meeste experts vinden het daarom belangrijk dat bij de beoordeling van exploitatie vastgoed de inkomsten moeten worden uitgesplitst in een onroerend goed-component en in een component voor overige/aanvullende dienstverlening. De inkomsten van de vastgoedcomponent moeten overeen komen met die van reguliere objecten op dezelfde locatie. Geen van de experts ziet de hogere prijs als gevolg dat er meer vraag dan aanbod is.

Kwaliteit van de huurder

Verschillende experts zien geen wezenlijk verschil in kwaliteit tussen de exploitant van een flexconcept als huurder en een huurder van regulier vastgoed. Sommige experts geven aan dat de exploitant als huurder juist een lager risicoprofiel vertegenwoordigt. Als de exploitant failliet gaat dan blijven de gebruikers/huurders van het vastgoed nog inkomsten genereren. Enkele andere experts zijn van mening dat een exploitant als huurder juist risicovoller is. Argumenten zijn het beperkte trackrecord van exploitatie vastgoed en de expansiedrift van sommige exploitanten die in snel tempo veel langdurige huurcontracten(verplichtingen) aangaan, terwijl het bedrijf en de sector nog maar net bestaan.

Analyse en deelconclusie

Bij exploitatie vastgoed wijzigt het beoordelen van de inkomstenstroom rigoreus. Huurcontracten worden korter en flexibeler en het belang van een langdurig huurcontract neemt af. Het toetsen van de individuele kredietwaardigheid van gebruikers is doelloos omdat de aantallen te groot zijn. Dat brengt onzekerheid mee voor banken die langdurige verplichtingen aangaan en nu met onzekerder inkomsten worden geconfronteerd. Dit wordt deels gemitigeerd omdat de spreiding van de huurinkomsten verbetert. Banken moeten rekening gaan houden met grotere verscheidenheid aan contracten die in de REaaS sector gemeengoed zijn.

7.4.2. Categorie: Onroerend Goed / Markt

Locatie

Alle experts zijn van mening dat de locatie voor exploitatie vastgoed nog belangrijker is dan voor regulier vastgoed. De locatie moet veel gebruikers dagelijks aantrekken en goede bereikbaarheid is essentieel. Voor bedrijven die als enige huurder een pand betrekken, kan een secundaire locatie wel geschikt zijn.

Wederverhuurbaarheid

Alle experts zien het belang van de wederverhuurbaarheid belangrijker worden. Dit criterium hangt tevens samen met de locatie en het aanbieden van een goed concept. Enkele experts wijzen op de veranderende rol van de eigenaar en de makelaar; bij flexkantoren wordt de eigenaar zelf verantwoordelijk voor de wederverhuurbaarheid, een rol die voorheen door de makelaar werd ingevuld.

Staat van onderhoud

De experts zijn unaniem van mening dat de staat van onderhoud van vastgoed steeds belangrijker wordt. Dit geldt voornamelijk bij exploitatie vastgoed. De gebruiker kan op een dagelijkse basis beslissen of hij naar het pand komt, of kiest voor een alternatief. Het wordt daarom van essentieel belang om het pand continue aan te passen aan de wensen van de gebruikers.

Energielabel

Het belang van duurzaamheid werd door alle experts onderkend.. De meeste experts zien deze trend wel los van de opkomst van flexkantoren. Enkele geven aan dat dit aspect als minder belangrijk wordt ervaren naarmate de gebruiksduur korter is. Anderen geven aan dat een duurzaam gebouw een uitdrukkelijke voorwaarde is voor een gebruiker.

Concurrentie

De mening van alle experts is dat naarmate meer vastgoedeigenaren met een actieve *branding* de markt benaderen, de concurrentie op de vastgoedmarkt zal toenemen. Opmerkelijk is dat de expert-ondernemers ook het concurrentie verhogend effect van de aanvullende diensten noemen. Bovendien zullen er meer aanbieders toetreden.

Analyse en deelconclusie

De locatie wordt waar mogelijk een nog belangrijker beoordelingscriterium voor banken aangezien het nu voor veel gebruikers aantrekkelijk moet zijn en niet voor één of enkele gebruikers. De concurrentie tussen panden zal toenemen, enerzijds omdat de markt voor REaaS concepten groeit en anderzijds doordat actieve marketing gemeengoed wordt. De staat van het onderhoud van het pand zal in relevantie toenemen en de eigenaar moet continue alert blijven dat het pand blijft voldoen aan de wensen van de gebruikers. Hiervoor dienen voldoende middelen beschikbaar te zijn. Indien het concept tekenen van sleetsheid vertoont, zullen gebruikers snel uitwijken naar een alternatief.

7.4.3. Categorie: Geldnemer

Management / Exploitatie

Het management en de exploitatie van vastgoed wordt door alle experts erkend als één van de belangrijkste criteria en dit zal in de toekomst steeds belangrijker worden. Verschillende experts wijzen erop dat de relatie tussen eigenaar en gebruiker duidelijk minder wordt, omdat externe partijen zoals exploitanten de relatie overnemen. Enkele experts benadrukken dat de gebruikersmarkt snel verandert en dat waakzaamheid geboden; de vastgoedeigenaar moet aansluiting houden met de doelgroep.

Staat van dienst/Ervaring

De overgrote meerderheid van de experts geeft aan dat dit een belangrijk criterium blijft. Echter, gelet op de korte duur van het bestaan van exploitatie vastgoed, bestaat er op dit moment geen goede manier om het trackrecord te beoordelen.

Toekomstbestendigheid Business model/Vastgoedconcept/Branding

De overgrote meerderheid van de experts is van mening dat de toekomstbestendigheid van het vastgoedconcept belangrijker gaat worden. Met de opkomst van exploitatie vastgoed neemt de concurrentie toe en zal de gebruiker gemakkelijker kunnen veranderen van huisvestingsconcept. Enkele experts geven aan dat visie en de financiële mogelijkheid om te kunnen blijven investeren in de doorontwikkeling van een concept, onderscheidende factoren zullen zijn. Enkele experts hebben moeite om duidelijk aan te geven op welke aspecten de concepten dan moeten worden beoordeeld. Hier valt op dat de expert-ondernemers een veel duidelijker toekomstbeeld lijken te hebben.

Analyse en deelconclusie

Het beheer van het vastgoed wordt steeds intensiever en is feitelijk de crux voor een succesvolle exploitatie. De eigenaar van het vastgoed (en daarmee de geldnemer) heeft vaak niet de kwaliteiten dit succesvol te doen. Daarmee ontstaat een scheiding tussen de verantwoordelijke voor een succesvol business model en degene die de financiering aangaat. Financiers dienen hier rekening mee te houden in de financieringsconstructie. Het is van belang dat de kritische succesfactor van een rendabel business model in de kredietconstructie betrokken wordt, zodat de exploitatie gemonitord kan worden tijdens de looptijd van de lening.

7.4.4. Categorie: Financiële parameters en structuur van de financiering

Loan to Value (LTV) (schuld ten opzichte van waarde)

Meerdere experts geven aan dat dit een zeer belangrijk criterium blijft. Ten aanzien van exploitatie vastgoed merken enkele experts op dat er een onderscheid gemaakt moet worden tussen de waarde van het vastgoed en de waarde van de exploitatie. Dit impliceert dat de vrije kasstromen te splitsen zijn in een vastgoedcomponent en een exploitatiecomponent. Reeds eerder is aangetoond dat dit niet eenvoudig is. Deze experts geven aan dat er een onderscheid moet worden gemaakt tussen het financieren van vastgoed en het financieren van de exploitatie.

(Net) Debt yield (DSCR)

De *net debt yield* (netto kasstroom ten opzichte van de schuld) is eveneens een belangrijke parameter. Enkele experts wijzen op het gevaar om te star naar het verhoudingsgetal tussen de netto kasstroom ten opzichte van de rente- en aflosverplichtingen (DSCR) te kijken. De huidige historisch lage rentestand leidt tot hogere waarderingen van vastgoed. Hogere waarderingen kunnen leiden tot lagere aflosverplichtingen. Dit heeft een positief effect op de verhoudingsgetallen en daarmee in potentie ook op de leencapaciteit, zonder dat de operationele kasstroom van de onderneming toeneemt. Meerdere experts wijzen op het gevaar van rentestijging en de noodzaak om het renterisico goed af te dekken. Eén expert geeft aan dat het verstandig is na te denken over het *hedgen* van renterisico na de einddatum van de lening.

Leverage (schuld ten opzichte van cashflow)

De bekendheid van deze parameter is onder de experts een stuk minder dan die van de eerder genoemde verhoudingsgetallen. Enkele experts geven wel aan dat dit een belangrijk criterium in de toekomst kan worden, omdat het inzicht geeft in de absolute verhouding tussen de schuld en de operationele kasstroom. Dit staat los van de mate waarin de kasstroom kan voorzien in rente- en aflosverplichtingen (DSCR).

Historische performance

De overgrote meerderheid van de experts geeft aan dat het belang van de historisch *performance* van exploitatie vastgoed in de toekomst zal toenemen. Tegelijkertijd is de meerderheid van mening dat de historische resultaten op zich een weinig voorspellende waarde hebben.

Opex (EBITDA-marge of verschil tussen bruto en netto huur)

De experts zijn unaniem van mening dat de kosten relevanter worden en niet los gezien kunnen worden van de opbrengsten. Enkele experts geven aan dat de kosten per segment van de vastgoedmarkt sterk verschillen. Meerdere experts merken op dat er zowel naar de aard, als naar de omvang van de kosten moet worden gekeken. Daarbij worden door enkele experts specifiek de onderhoudskosten genoemd. Deze uitgaven kunnen ook gezien worden als investering in het vastgoed en kunnen jaarlijks sterk in omvang wisselen.

Andere (financiële) parameters

Tijdens de interviews worden door de experts ook andere parameters genoemd die voor banken bruikbaar kunnen zijn. Verschillende experts noemen de bezettingsgraad als een nuttige parameter voor het beoordelen van een succesvolle exploitatie. Meerdere experts noemen een huurderstevredenheidsonderzoek als mogelijkheid om een beeld te krijgen van de kwaliteit van de exploitatie. Andere experts wijzen op de opkomst van *reviews* als parameter van de tevredenheid van de gebruiker. Aangezien de looptijden van contracten korter worden, geeft een review een indicatie of de gebruiker ook in de toekomst zal terugkeren. In het verlengde daarvan geven sommige experts ook aan dat banken zouden moeten kijken naar de retentiegraad van de gebruikers.

De meerderheid van de experts geeft aan dat Capex steeds belangrijker wordt. Zij zijn van mening dat het van essentieel belang is dat extra aandacht wordt besteed aan investeringen (of reserveringen daarvoor). Sommige experts wijzen op het gevaar dat de meeropbrengst van

exploitatie vastgoed uit de financieringsstructuur wordt gehaald waardoor er onvoldoende middelen beschikbaar zijn voor deze investeringen.

Analyse en deelconclusie

Traditionele financiële parameters lijken ernstige tekortkomingen te vertonen. De waarde van flexkantoren bestaat deels uit een vastgoedcomponent en deels uit de toekomstige waarde van de exploitatie. Het financieren op basis van een vaste bevoorschottingspercentages lijkt risicovol aangezien de waarde van exploitatievastgoed tevens een component kent die de waarde van de exploitatie vertegenwoordigt. Dit aspect verdient nader onderzoek.

Het is van belang de bestendigheid en risicoprofiel van de kasstromen in te schatten voor het bepalen van de leencapaciteit. Hierbij moet vooral veel aandacht worden besteed aan de kosten van het exploitatie concept. Tevens dient rekening te worden gehouden met voldoende liquiditeiten om te kunnen investeren in het concept als dat door marktomstandigheden vereist wordt.

De belangrijkste lacune onder de huidige beoordelingscriteria is dat er beperkingen zijn om de exploitant te beoordelen, die een cruciale rol speelt in het realiseren van een succesvol business model. Naarmate de REaaS markt uitbreidt, zal er meer data beschikbaar komen. Voor een goede vergelijkbaarheid is het van belang om soortgelijke bedrijven te analyseren. Voorlopig lijkt het succes van de exploitant alleen indirect te meten met behulp van ratings/reviews en huurderstevredenheidonderzoeken, die door banken echter nog nauwelijks worden gebruikt.

7.5. Stellingen (risicoperceptie)

Hieronder volgt een weergave van de reactie van de experts op een aantal stellingen die hen is voorgelegd, om hun risicoperceptie van exploitatie vastgoed te vergelijken met die van traditioneel vastgoed.

1. Het financieren van vastgoed verschuift van het financieren van langdurige huurcontracten naar het financieren van business modellen

Meerdere experts geven aan dat de dynamiek op de vastgoedmarkt uiteindelijk leidt tot korte, flexibele huurcontracten en zij identificeren een toenemend belang van de volgende elementen: een actief management, marketing, *branding*, *hospitality* en een veelzijdig dienstenaanbod. Deze experts zijn het eens met de stelling.

Enkele experts geven aan dat er ook eigenaren van vastgoed zijn die hun onroerend goed langdurig verhuren aan flexkantoren aanbieders met een lang huurcontract, net als huurders uit andere sectoren. Indien dat laatste het geval is, blijft er sprake van het financieren van een langdurig huurcontract.

2. De kasstromen van commercieel vastgoed worden volatieler door flexibilisering van huurcontracten

De overgrote meerderheid van de experts is het eens met de stelling. Echter, er worden ook duidelijke kanttekeningen geplaatst. Langdurige huurcontracten kunnen ook een schijnzekerheid inhouden, zoals in de retailsector. Sinds de crisis is een aantal landelijk opererende winkelketens gefailleerd, hetgeen nog niet eerder op een dergelijk schaal is voorgekomen. Enkele experts geven aan dat de toegenomen volatiliteit van de kasstromen van commercieel vastgoed gecompenseerd wordt door een hogere huurprijs.

3. Hogere huurinkomsten van een flexibele kantoor ten opzichte van een regulier kantoor compenseert voor de toegenomen onzekerheid van de kasstromen

Alle experts geven aan dat ze het eens zijn met deze stelling, waarbij verschillende experts de kanttekening plaatsen dat er te weinig data beschikbaar zijn om de stelling te kunnen toetsen. In de financieringsstructuur zou hier rekening mee gehouden moeten worden, omdat een deel van de 'meerprijs' van de huur wordt aangehouden voor mindere tijden. Enkele experts wijzen op het belang van het reserveren van voldoende middelen om tijdig te kunnen investeren in het vastgoed en/of diensten. Wanneer daar geen middelen voor zijn, zullen de gebruikers minder tevreden zijn en blijven ze weg, waarmee de financiële resultaten van het concept er steeds sneller op achteruit gaan.

4. De bevoorschotting van flexkantoren dient gelijk te zijn aan gewone kantoren (ceteris paribus)

De overgrote meerderheid van de experts is het eens met deze stelling. Daarvoor worden twee overwegingen gegeven. Ten eerste wordt een flexkantoor gezien vanuit een tweeledige optiek: een flexkantoor heeft een vastgoed en een exploitatie component. Het vastgoed gedeelte dient op dezelfde wijze benaderd te worden als bij regulier vastgoed. De tweede overweging heeft betrekking op de hogere opbrengsten bij een flexkantoor. Daarbij moet rekening worden gehouden met een hogere kostenstructuur waardoor een hogere bevoorschotting niet wenselijk of verantwoord is.

5. Bij een (economische) crisis is de 'remweg' van huurinkomsten bij flexkantoren drastisch korter dan bij reguliere kantoren; dit noopt tot een lagere bevoorschotting voor flexkantoren ten opzichte van reguliere kantoren

De experts laten op deze stellingen verschillende opvattingen blijken. Enkele zijn van mening dat de bevoorschotting als percentage van de waarde gelijk kan zijn indien de waarde van flexkantoren lager is dan voor reguliere kantoren vanwege de kortere huurcontracten. Anderen menen dat de gebruikers van flexkantoren niet conjunctuurgevoeliger zijn dan reguliere gebruikers. De kortere huurcontracten worden gecompenseerd door een betere spreiding van de huurinkomsten.

6. Doordat de remweg korter is bij flexkantoren zal er geen smoothing effect zijn bij taxaties en zullen deze volatieler worden

Meerdere experts zijn het eens met de stelling. Doordat de inkomsten sneller afnemen, is de taxateur genoodzaakt sneller waardedalingen te rapporteren dan wanneer de inkomsten gelijk blijven. Enkele experts geven aan nog geen ervaring met dit verschijnsel te hebben, omdat hun exploitatie vastgoed alleen maar in waarde is gestegen. Het merendeel van de experts maakte gewag van de nieuwe manier van taxeren waarbij meerdere experts verwachten dat de toekomstige taxatie zal plaatsvinden met behulp van de *blockchain* technologie. Voorbeelden hiervan zijn Calcasa en Geophy. Blockchain zorgt voor een snelle, veilige en uniforme vastlegging en uitwisseling van data in een gedeelde database, waarbij marktpartijen tegelijk over dezelfde courante informatie beschikken. Daarmee verwachten de experts dat het *smoothing* effect op termijn zal verminderen, althans zich op een uniforme manier zal manifesteren.

7. Een kantoor dat langdurig is verhuurd aan een flexkantoren-exploitant is even risicovol als wanneer het verhuurd is aan een willekeurige andere huurder

Alle experts zijn het met deze stelling eens. Enkele merken nog op dat wanneer de exploitant als hoofdhuurder wegvalt, er altijd nog gebruikers zijn die huurinkomsten genereren. Anderen geven aan dat het trackrecord van de meeste exploitanten nog beperkt is.

8. Het is verantwoord om –langs dezelfde richtlijnen- langdurige verplichtingen aan te gaan (vastgoedfinanciering), terwijl de kasstromen steeds meer een kortlopend karakter hebben

De meerderheid van de experts is van mening dat de financiering van exploitatie vastgoed een andere financieringsstructuur moet hebben, waarbij bijvoorbeeld performance indicatoren worden opgenomen op basis waarvan de voorwaarden voor de lening aangepast (kunnen) worden.

Analyse en deelconclusie

Uit de antwoorden van de experts op de stellingen valt geen eenduidig beeld op te maken omtrent het risicoprofiel van ReaaS ten opzichte van traditioneel vastgoed. Het is vaak case specifiek en lastig in algemeenheden te spreken. Een andere oorzaak lijkt te liggen in feit dat er weinig data beschikbaar is om een gefundeerde mening over te vormen. Veel zienswijzen zijn al tijdens de uitwerking van de andere onderdelen van de interviews aan bod gekomen en worden hier niet herhaald.

7.6. Conclusie

De experts zijn van mening dat exploitatie vastgoed sterk in opkomst is en dat deze groei voorlopig zal aanhouden, voornamelijk in de kantorenmarkt, maar ook in hybride vastgoedconcepten die meerdere segmenten van de vastgoedmarkt betreffen. Functiemenging binnen gebouwen neemt toe en de grenzen tussen segmenten vervagen. De invloed van de invoering van IFRS 16 wordt niet gezien als een katalysator van de groei in exploitatie vastgoed.

De criteria waarop een huurder wordt beoordeeld veranderen. De relevantie van een lang huurcontract neemt af en daarmee ook het belang van de kredietwaardigheid van de individuele huurder. Een goede spreiding van de huurinkomsten wordt juist belangrijker. Daarbij wordt de rol van de exploitant steeds prominenter. De vergelijkbaarheid van huurprijzen zal afnemen omdat REaaS concepten sterk van elkaar verschillen en daarmee ook de prijzen.

De locatie lijkt nog belangrijker te worden in de toekomst, met name voor exploitatie vastgoed. De concurrentie zal toenemen en het vastgoed moet er puntgaaf bijstaan.

Uit de interviews komt naar voren dat bij de beoordeling van de geldnemer andere en minder traditionele aspecten een rol lijken te gaan spelen. Het belang van resultaten uit het verleden lijkt af te nemen. Het succes van het business model is afhankelijk van de capaciteiten van de geldnemer om een succesvolle exploitatie neer te zetten. Andere criteria hebben hun intrede gedaan bij het beoordelen van de geldnemer. Kenmerken als concurrentieanalyse, klanttevredenheidsonderzoeken en het beoordelen van het management zijn belangrijke aspecten uit het Canvas Business Model (zie hoofdstuk 3), waarvan experts verwachten dat deze in de toekomst belangrijker worden. Het beoordelen van exploitatie vastgoed lijkt daarmee kenmerken te hebben van een integrale visie op de gehele waarde propositie en niet alleen op de schakel tussen vastgoed en afnemer.

Traditionele financiële parameters en definities lijken rijp voor een revisie. Zo wijzen de experts op het veranderende begrip van waarde bij exploitatie vastgoed. Deze lijkt tevens een component te bevatten die de waarde van de exploitatie vertegenwoordigt. Daarnaast zullen andere elementen van belang worden bij het bepalen van een bestendige kasstroom waarop doorgaans de

leencapaciteit wordt bepaald. Met name de kostenstructuur en het onderhoudsbudget worden relevanter. Tenslotte worden nieuwe criteria genoemd voor het beoordelen van de exploitant.

Uit de reacties van de experts op de stellingen kan niet eenduidig worden afgeleid dat hun risicoperceptie van exploitatie vastgoed sterk afwijkt van traditioneel vastgoed. Meerdere experts zijn van mening dat de kasstromen vanuit exploitatie vastgoed volatieler zijn, maar het wordt gecompenseerd door een betere spreiding en een hogere opbrengst.

8. Conclusie

8.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de centrale onderzoeksvraag beantwoord. Vervolgens zullen alle deelvragen worden beantwoord. Na een korte reflectie worden aan het einde van dit hoofdstuk enkele suggesties gedaan voor vervolgonderzoek.

8.2. Beantwoording Centrale Onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag luidde:

‘Zijn de criteria (en methoden) bij het beoordelen van traditioneel beleggingsvastgoed door banken nog wel relevant nu beleggingsvastgoed steeds meer kenmerken krijgt van exploitatie vastgoed?’

Het antwoord op deze vraag is ontkennend. Uit dit onderzoek kan worden geconcludeerd dat de opkomst van exploitatie vastgoed leidt tot een verandering in de beoordelingsmodellen en –criteria. De traditionele beoordelingscriteria dekken niet langer alle factoren die relevant zijn voor het genereren van inkomsten uit exploitatie vastgoed. Nieuwe aspecten dienen te worden toegevoegd. Voor banken is het relevant deze in de beoordeling van financieringsaanvragen te betrekken. Door de kasstromen vanuit een ondernemingsperspectief te benaderen kan een beter oordeel worden gevormd over de te genereren kasstromen en derhalve ook over een verantwoorde financiering.

Valkuilen hierbij zijn wel dat de juiste aannames moeten worden toegepast. Dit laatste is ingewikkeld omdat exploitatie vastgoed een nieuw fenomeen is en er weinig ervaringscijfers zijn. Verder zijn de concepten onderling niet eenduidig te vergelijken en moet blijken hoe toekomst- en recessiebestendig deze concepten zijn.

8.3. Beantwoording deelvragen

- Deelvraag 1: Hoe kan exploitatie vastgoed worden gedefinieerd?

Deze vraag kan niet eenduidig worden beantwoord, omdat er momenteel geen universele definitie wordt gebezigd in de vastgoedsector. Het betreft het aanbieden van een duidelijk herkenbaar huisvestingconcept met een bepaald aanbod aan aanvullende diensten. Kernbegrippen zijn *branding*, *hospitality*, doelgroepdenken en *community*. Het vastgoed concept kenmerkt zich doordat er sprake is van veel gebruikers die met een flexibel contract of abonnement huisvestingsruimte huren waarbij diverse ruimten gemeenschappelijk worden gebruikt. De exploitatie van dergelijke concepten gaat verder dan het gebruikelijke beheer van een regulier kantoorgebouw.

- Deelvraag 2: Wat is de reikwijdte van exploitatie vastgoed?

Alle segmenten van de vastgoedmarkt worden beïnvloed door de opkomst van exploitatie vastgoed, ook al verschilt het effect per deelmarkt. De verwachting is dat reikwijdte van REaaS in grotere steden verder gaat dan in kleine steden. Exacte data is niet beschikbaar. Uit de interviews met experts blijkt dat het voor de kantorenmarkt een significant deel kan gaan uitmaken, tot zelfs boven 20%. Voor de retail- en residentiele markt zijn de effecten van REaaS vooralsnog beperkt.

- Deelvraag 3: Op welke theorie zijn de huidige beoordelingsmodellen van financiers gebaseerd?

Uit de literatuur is gebleken dat de beoordelingsmodellen voor het analyseren van financieringsaanvragen voor beleggingsvastgoed voornamelijk gebaseerd zijn op de BAR/NAR methodiek en de DCF methodiek. De hieraan gerelateerde *net debt yield* is maatgevend voor een verantwoorde leencapaciteit. Daarnaast wordt door banken de DCF methode gebruikt om de kasstromen te berekenen die kunnen worden aangewend voor de rente- en aflossingsverplichtingen van een geldlening van een bepaalde omvang.

- Deelvraag 4: Voldoen de bestaande beoordelingscriteria (-modellen)?

Zowel uit de theorie, de *case study*, als uit de interviews, blijkt dat de bestaande beoordelingscriteria niet toereikend zijn om een goede analyse te maken van financieringsmogelijkheden van exploitatie vastgoed. Op basis van de theorie is er een aantal tekortkomingen geconstateerd bij de gehanteerde DCF en BAR/NAR modellen. Eén van de belangrijkste tekortkomingen van de BAR (NAR) methodiek is dat er geen (weinig) aandacht wordt besteed aan de kostenzijde. Bij de DCF methodiek hebben we gezien dat toekomstige kasstromen voor een belangrijk deel afhankelijk zijn van goed gefundeerde aannames. REaaS is een vrij nieuwe discipline waarbij de diverse concepten zich onderling lastig laten vergelijken. Door een sterke dynamiek op een snel opkomende markt van exploitatie vastgoed zijn de uitgangspunten voor het maken van langjarige liquiditeitsprognoses discutabel geworden.

- Deelvraag 5: Wat zijn de verschillen tussen de beoordelingscriteria (-modellen) van traditioneel beleggingsvastgoed en exploitatie beleggingsvastgoed?

Traditionele beoordelingsmodellen, zoals de BAR/NAR methode en de Huurwaardekapitalisatiemethode, zijn gebaseerd op stabiele kasstromen en een goede onderlinge vergelijkbaarheid. Deze kenmerken zijn minder goed toepasbaar op exploitatie vastgoed. De kasstromen van exploitatie vastgoed moeten worden beoordeeld door de waarde propositie van het REaaS concept in haar omgeving te analyseren.

Het belang van traditionele beoordelingscriteria zoals een langdurig huurcontract, een kredietwaardige eigenaar (geldnemer), een kredietwaardige huurder en de courantheid van het vastgoed, neemt af. Daartegenover staat dat de relevantie van een onderscheidend REaaS concept, de ondernemerscapaciteiten van de eigenaar/exploitant en het succesvol bereiken van de beoogde doelgroep, toeneemt.

- Deelvraag 6: Wat moeten banken doen om de beoordelingscriteria (-modellen) aan te passen?

Het business model van vastgoed en de daaruit voortvloeiende kasstromen veranderen door de opkomst van REaaS. Banken dienen het business model van het betreffende vastgoedconcept goed te doorgronden. Dat gaat verder dan enkel het analyseren van de geldnemer, het vastgoed en de huurder. Banken dienen een oordeel te vormen omtrent de onderscheidende waarde propositie van het betreffende vastgoedconcept. De ondernemer (exploitant) heeft daarbij een belangrijke rol. De kritische succesfactoren moeten inzichtelijk en meetbaar worden gemaakt. Daarnaast wordt het doorlopend investeren in het vastgoedconcept steeds relevanter geacht. Tenslotte kunnen de tevredenheidsonderzoeken onder gebruikers een beeld geven van het succes van het vastgoedconcept.

- Deelvraag 7: Moeten banken de gangbare financieringsstructuren aan te passen bij exploitatie vastgoed?

De leencapaciteit bij exploitatie vastgoed zal bepaald worden aan de hand van het vertrouwen dat de bank heeft in de toekomstige kasstromen. Deze kasstromen worden gerealiseerd in een dynamische markt. Hiermee lijken kasstromen uit exploitatie minder zeker te zijn dan bij traditioneel vastgoed. Dit kan leiden tot een lagere lening, een kortere looptijd, een hogere rente of een hogere aflossing. De leencapaciteit koppelen aan de waarde van exploitatie vastgoed is risicovol omdat de waarde niet alleen het vastgoed betreft maar tevens de waarde van de exploitatie.

Daarnaast wordt -vaker dan bij regulier vastgoed- gewerkt met prestatie-gerelateerde contracten. Financiers kunnen dit in de financieringsstructuur ondervangen door met *performance* indicatoren te werken. Daarnaast is het van belang om voldoende geldstromen te reserveren voor het 'up to date' houden van het vastgoed(concept). Deze investeringen kennen een continue karakter en moeten naast de rente- en aflosverplichtingen kunnen worden voldaan. Bij het bepalen van de leencapaciteit dient hier rekening mee te worden gehouden. In goede tijden moet er geld gereserveerd worden om het vastgoed goed te onderhouden; in een *downturn* moeten er voldoende buffers zijn om te kunnen blijven investeren.

8.4. Reflectie en aanbevelingen

De term Real Estate as a Service is pril en dit verzamelbegrip kent nog vrijwel geen bekendheid op de Nederlandse vastgoedmarkt. Individuele verschijningsvormen, zoals flexkantoren, worden wel als trend herkend. Echter, de begrippen kennen nog geen eenduidige definitie en worden dus niet consistent gebruikt. Hierdoor bleek het niet mogelijk een duidelijke omvang van de REaaS sector te kwantificeren en daarmee deze sub-sector in het juiste perspectief te plaatsen met andere segmenten van de vastgoedmarkt. Het exploratieve karakter van deze scriptie is vaak naar voren gekomen. Bij het verkennen van de beschikbare wetenschappelijke literatuur over dit onderwerp bleek dat er nog weinig over dit onderwerp is gepubliceerd. De diepte interviews met de experts waren daarom een rijke bron van informatie. Toch leverden de interviews soms verschillende en zelfs tegenstrijdige zienswijzen op. Het zou interessant zijn geweest om met meerdere experts in één gezamenlijke sessie te spreken over deze conflicterende perspectieven. De theoretische verkenning

van het onderwerp en de expert sessies moeten dan ook niet worden gezien als richtinggevend maar als een eerste aanzet tot nader onderzoek.

Het antwoord op de onderzoeksvraag luidt ontkennend: de huidige beoordelingsmodellen en criteria van banken schieten tekort voor een goede risico analyse van financieringen van exploitatie vastgoed. Kwantitatieve beoordelingscriteria en modellen zijn niet alleen voor financiers van belang. Andere partijen, zoals toezichthouders, regelgevers, taxateurs en accountants hebben deze eveneens nodig. Voor alle betrokkenen bij de REaaS sector is het relevant dat deze sub-sector van het vastgoed zo spoedig mogelijk op een uniforme manier data gaat verzamelen, zoals dat ook in de andere segmenten van het vastgoed gebruikelijk is. Dit zal bijdragen aan de (h)erkenning van REaaS als relevante sub-sector van de vastgoedmarkt. Het is aan te bevelen dat de REaaS sector hiertoe zelf het initiatief neemt. Met behulp van meer kwantitatieve en kwalitatieve data kunnen belangrijke tekortkomingen in de vergelijkbaarheid en transparantie uiteindelijk worden ondervangen.

Dataverzameling is cruciaal voor het verrichten van vervolgonderzoek. Daartoe biedt de subsector REaaS legio mogelijkheden. Met betrekking tot onderzoek waarbij het perspectief van de bancaire sector centraal staat, adviseer ik de volgende onderwerpen te onderzoeken:

- Doordat traditioneel vastgoed steeds meer kenmerken krijgt van exploitatie vastgoed, is het relevant dat er een onderscheid gemaakt wordt tussen de kasstromen en waarde die worden toegekend aan het vastgoed, en die worden toegekend aan de exploitatie. Deze discussie kwam diverse malen tijdens het onderzoek aan de orde. Op dit deelgebied zou verder onderzoek aan te bevelen zijn.
- Vanuit bancair perspectief zou het interessant zijn op basis van ervaringscijfers te komen tot een *best practise* vergelijking van REaaS concepten. Het benoemen van kritische succes factoren en het bepalen van de meetbaarheid daarvan kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan de wijze waarop banken financieringsaanvragen beoordelen met betrekking tot REaaS concepten, waarmee op een verantwoorde manier de REaaS sector kan worden gefinancierd.

9. Literatuurlijst

- Baarda, B. e.a., *Basisboek methoden en technieken*, Noordhoff Uitgevers, Groningen, 2014.
- Bak, R.L. (2016), *Kantoren in cijfers 2015*. Geraadpleegd van <https://www.nvm.nl/actueel/nieuws/2016/20160608kic2015>
- Becker, F. D., & Steele, F. *Workplace by design: mapping the high-performance workscape*. Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1995.
- Berkhout, T.M., en Zwart, Ph. H., *Basisboek Vastgoedfinanciering*. T.M. Berkhout & Ph.H. Zwart, Naarden, 2013.
- Blakstad, S. (2001), *A strategic Approach to Adaptability in Office Buildings*. Norwegian University of Science and Technology.
- Boeije, H., *Analyseren in kwalitatief onderzoek*, Boom Lemma uitgevers, Den Haag, 2014.
- P.H.W Bressers, *Op zoek naar de flexibele schil* (Master thesis Economische Geografie Rijksuniversiteit Utrecht). 2017.
- CPB (2016), *De flexibele schil van de Nederlandse arbeidsmarkt: een analyse op basis van microdata*. Geraadpleegd van <https://www.cpb.nl/publicatie/de-flexibele-schil-van-de-nederlandse-arbeidsmarkt-een-analyse-op-basis-van-microdata>
- CPB (2016), *Flexibiliteit op de arbeidsmarkt*. Geraadpleegd van <https://www.cpb.nl/publicatie/flexibiliteit-op-de-arbeidsmarkt>
- CPB (2017), *De toekomst van kantoren, een scenariostudie naar ruimtebehoefte*. Geraadpleegd van <https://www.cpb.nl/publicatie/de-toekomst-van-kantoren-een-scenariostudie-naar-de-ruimtebehoefte>
- Cushman & Wakefield (2017), *Nederland Compleet –kantoren-en bedrijfsruimtemarkt*. Geraadpleegd van <https://www.dtz.nl/nl/marktinformatie/rapporten/factsheets-kantoren-en-bedrijfsruimtemarkt>
- S. Dominguez Saínza, *Hybride overeenkomsten in hotelvastgoed* (Master Thesis MRE Amsterdam School of Real Estate. 2015
- Elton, E., Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 9th Edition, John Wiley & Sons, 2013.
- Evens, G. C. (1924). *The dynamics of monopoly*. The American Mathematical Monthly, 31(2):77–83.
- EY, (2016) *Applying IFRS, a closer look at the new lease standards*. Geraadpleegd van [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-applying-ifrs-a-closer-look-at-the-new-leases-standard-2016/\\$FILE/ey-applying-ifrs-a-closer-look-at-the-new-leases-standard-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-applying-ifrs-a-closer-look-at-the-new-leases-standard-2016/$FILE/ey-applying-ifrs-a-closer-look-at-the-new-leases-standard-2016.pdf)

- FGH (2015), *Flexkantoren, nieuwe invulling van bestaande kantoorruimtes*. Geraadpleegd van <https://www.fghbank.nl/nl/publicaties/Documents/Flexkantoren,%20nieuwe%20invulling%20van%20bestaande%20kantoorruimtes.pdf>
- Gibson, V. (2000), *Property Portfolio Dynamics: the Flexible Management of Inflexible Assets*. Facilities , Vol. 18 Issue: 3/4, pp.150-154,
- Gool, P. van, Weisz, R.M. en Jager, P. *Onroerend goed als belegging*. Wolters-Noordhoff, Groningen, 2013.
- Horwath (2009), *HOSTA Rapport 2008*. Geraadpleegd van <https://www.hospitality-management.nl/hosta-2008>
- Horwath (2011), *HOSTA Rapport 2010*. Geraadpleegd van <https://www.hospitality-management.nl/hosta-2010-rapport>
- Huisman, R. en Roodhof, J.A. (2013), *Flexibele contracten in de kantorenmarkt*. Paper, Amsterdam School of Real Estate.
- International Accountancy Standard Board, *IFRS 16 Leases*, 2016.
- ING (2011), *Het Nieuwe Werken neemt kantoororganisaties op de schop*. Geraadpleegd van <https://gom.nl/var/downloads/var/mediamanager/files/downloads/2011-10-01,%20ING,%20HNW%20neemt%20kantoororganisaties%20op%20de%20schop.pdf>
- IVBN, *Vastgoedwijzer editie 2015*. Geraadpleegd van <http://www.ivbn.nl/actueel-artikel-detail/vastgoedwijzer-editie2015>
- Kamp, B. & Blommaert, J., (2009), Niet beursgenoteerd, toch een IFRS-jaarrekening? IFRS voor private entities.
- Klapwijk, A., Nijskens, R, en Buitelaar, E. (2017), De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland. Paper, Amsterdam School of Real Estate.
- Lizieri, C. M., *Towers of Capital; Office Markets & International Financial Services*. Wiley-Blackwell Publications, Oxford, 2009.
- Lizieri C. M. & V. Gibson (2000), Changes and flexibility: the role of serviced office space in corporate property portfolios and office markets. Department of Land Management & Development, University of Reading.
- Mooij, de M., *Kantoorinnovatie: efficiënt, effectief, flexibel en creatief werken in een duurzame omgeving*. Kluwer, Alphen aan de Rijn, 2002.
- Pascale, R.T. en Athos, R.G. *The Art of Japanese Management*. Simon & Schuster, New York, 1981.
- Planbureau voor de Leefomgeving. (2017). *Toekomst kantorenmarkt: voldoende vierkante meters beschikbaar, maar nieuwbouw blijft nodig*. Geraadpleegd van <http://www.pbl.nl/nieuws/nieuwsberichten/2017/toekomst-kantorenmarkt-voldoende-vierkante-meters-beschikbaar-maar-nieuwbouw-blijft-nodig>

- Porter, M.E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, New York, 1980.
- PWC, (2016), *IFRS 16: The leases standard is changing Are you ready?* Geraadpleegd van <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/ifrs-16-new-leases.pdf>
- NSI (2017), *Jaarverslag 2016*. Geraadpleegd van <https://nsi.nl/wp-content/uploads/2017/03/170310-Jaarverslag-NSI-2016.pdf>
- NVM (2016), *Korte huurcontracten en daghoreca steeds belangrijker op Nederlandse winkelmarkt*. Geraadpleegd van <https://www.nvm.nl/actueel/persberichten/2016/20160830winkelmarkt>
- Ostenwalder, A. en Pigneur, Y., *Business Model Generation*. John Wiley & Sons, New Jersey, 2013.
- Savills UK (2017), *Spotlight Serviced Offices*. Geraadpleegd van http://www.savills.co.uk/research_articles/173549/218940-0
- D. Zur Lage, *Omzethuur in de dagelijkse taxatiepraktijk* (Master Thesis MRE Amsterdam School of Real Estate). 2015.
- T. Zwart, *Geen Concept geen kantoor*. *Vastgoedjournaal*, 3 april 2017. Geraadpleegd van <https://vastgoedjournaal.nl/news/31111/geen-concept-geen-kantoor>