

HUDSON YAY OF NAY

WAT MOET DE VASTGOEDBELEGGER MET ZIJN STENEN?



Opening Hudson's Bay Tilburg, 21-09-2017

Auteur

D. Slegtenhorst MSc

Opleiding

Amsterdam School of Real Estate

Masterthesis MRE opleiding 2017-2019

Beoordeling

Eerste beoordelaar: drs. W.J. van der Post

Tweede beoordelaar: drs. A.R. Marquard

Datum

14 september 2019

VOORWOORD

Op 27 augustus 2009 sloot ik mijn studie ‘*Strategic Management*’ aan de Erasmus Universiteit succesvol af met het inleveren van mijn scriptie, exact 10 jaar later doe ik dat opnieuw. Voor u ligt dan ook mijn afstudeerscriptie ter afsluiting van de managementopleiding Master of Real Estate (MRE), de kers op de taart na twee bewogen jaren studeren, aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE).

De afgelopen twee jaar hebben mij zowel op persoonlijk als zakelijk vlak veel nieuwe inzichten gebracht. Allereerst een verdieping van mijn kennis over de vastgoedsector op diversen vlakken en een verbreding van mijn professionele netwerk, maar zeer zeker ook een uitbreiding van mijn persoonlijke vriendenkring. Daarnaast heeft de weg naar dit hoogtepunt mij ook doen inzien dat het belangrijk is om met enige regelmaat terug te schakelen en ervoor te zorgen dat de accu opgeladen blijft gedurende de rit.

Mijn dank gaat in het bijzonder uit naar mijn afstudeerbegeleider Wim van der Post voor de inspirerende begeleiding. Enerzijds heeft Wim met zijn inhoudelijke en waardevolle bijdrage het onderzoek verrijkt met een meer wetenschappelijke vorm en structuur. Anderzijds hebben zijn persoonlijke benadering en positiviteit gezorgd voor de nodige inspiratie gedurende de weg. De passie voor de academische wetenschap, in relatie tot de (winkel)vastgoedmarkt, van Wim is besmettelijk, in positieve zin. Wim, dank voor al je inzichten, in het bijzonder met het oog op de ‘S-W-L’ dimensies; op naar een grote L. Tevens wil ik mijn dank uitspreken naar mijn tweede lezer, de heer Marquard, voor zijn kritische blik en inhoudelijke reflectie. Last but not least, Wendy, dank voor alle goede zorgen!

Ook wil ik graag alle mensen bedanken die ik heb mogen interviewen. Met veel enthousiasme werd ik ontvangen en de openheid van de respondenten heb ik als bijzonder ervaren. De diverse interviews hebben mijn inzicht over de (winkel)vastgoedmarkt enorm verruimt en de inspiratie die ik heb op mogen doen is van onschatbare waarde voor mij. Ik heb niet verwacht dat ik aan het afnemen van de interviews zo veel plezier zou beleven. Ook wil ik mijn familie, vrienden en collega’s bedanken die mij hebben geholpen en (mentaal) hebben ondersteund om te komen tot dit positieve eindresultaat. In het bijzonder mijn zusje Robbin en zwager Mark: dank voor de fantastische ‘scriptie-retraite’ in Singapore.

“How you start is important, but it is how you finish that counts”

[Colin Powell]

Doris Slegtenhorst

September 2019

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD.....	2
HOOFDSTUK 1. ONDERZOEKSOPZET.....	5
1.1 AANLEIDING: DE WINKELMARKT IN BEWEGING	5
1.2 PROBLEEMSTELLING	6
1.3 DOELSTELLING.....	7
1.4 HOOFDVRAAG	7
1.5 DEELVRAGEN	7
1.6 METHODOLOGISCHE VERANTWOORDING	8
1.7 AFBAKENING.....	9
1.8 RELEVANTIE	9
1.9 LEESWIJZER.....	9
HOOFDSTUK 2. THEORETISCHE ASPECTEN VAN BELEGGEN IN WINKELVASTGOED	11
2.1 RELATIE TUSSEN RISICO EN RENDEMENT.....	11
2.1.1. GEDRAGSECONOMIE	14
2.2 THEORETISCHE BELEGGINGSSTRATEGIEEN.....	16
2.2.1 STICK TO THE CORE: DIFFERENTIATIE DOOR SPECIALISATIE.....	16
2.2.2 DON'T PUT ALL YOUR EGGS IN ONE BASKET.....	19
2.2.3 TIME FOR CHANGE.....	20
HOOFDSTUK 3.ONTWIKKELINGEN IN VASTGOEDBELEGGINGSMARKT EN HET <i>RETAIL</i>-LANDSCHAP 23	
3.1 DE (WINKELVASTGOED)BELEGGER	23
3.2 ANALYSE VAN DE WINKELVASTGOEDBELEGGINGSMARKT IN NEDERLAND.....	26
3.2.1 HET INVESTERINGSKLIMAAT	27
3.3 TRENDS IN HET <i>RETAIL</i> -LANDSCHAP	30
3.3.1 VERANDERINGEN IN MACROTRENDS: URBANISATIE & VERGRIJZING	30
3.3.2 VERSCHUIVINGEN IN MICROTRENDS: WIJZIGINGEN IN BESTEDINGSPATROON	33
3.3.3 DIGITALISATIE: NIEUW EVENWICHT TUSSEN ONLINE EN OFFLINE.....	34
3.3.4 VERLEGDE FOCUS: MEER AANDACHT VOOR WINKELBELEVING	36
3.3.5 MEER AANDACHT VOOR DUURZAAMHEID	38
3.3.6 DE INVLOED VAN HET WARENHUIS: VAN V&D NAAR HUDSON'S BAY....	38
HOOFDSTUK 4. METHODOLOGISCHE VERANTWOORDING: GESTRUCTUREERDE INTERVIEWS	42
4.1 VERANWOORDING ONDERZOEKSMETHODE	42
4.1.1 DIEPTE-INTERVIEW	42
4.1.2 CASESTUDIE.....	43

4.2 ONDERZOEKSPOPULATIE	44
4.3 ONDERZOEKSVRAGEN & CASESTUDIE STELLINGEN.....	45
HOOFDSTUK 5. EMPIRIE: STRATEGIE IN BEELD.....	48
5.1 RESULTATEN INTERVIEWS	48
5.1.1 RESULTATEN VRAGENLIJST	48
5.1.2 RESULTATEN CASESTUDIE	63
HOOFDSTUK 6. CONCLUSIE & AANBEVELINGEN.....	68
6.1 CONCLUSIES.....	68
6.2 REFLECTIE	71
6.3 AANBEVELINGEN VOOR VERVOLGONDERZOEK.....	71
BIBLIOGRAFIE.....	72

HOOFDSTUK 1. ONDERZOEKSOPZET

*“Only buy something that you’d be perfectly happy to hold,
if the market shut down for 10 years.”*

[Warren Buffett, American business magnate, investor and philanthropist 1993]

1.1 AANLEIDING: DE WINKELMARKT IN BEWEGING

De actuele literatuur over de Nederlandse winkelmarkt beweegt zich tussen uitersten. Het speelveld wordt ruwweg bepaald tussen aan de ene kant hoogleraar Cor Molenaar (2011) die in zijn boek met de onheilspellende titel ‘Het einde van de Winkels?’ concludeert dat een op de drie winkels binnen vier jaar zal verdwijnen. Doemdenken noemt algemeen directeur Hans van Tellingen van marktonderzoeksbureau Strabo dat op zijn beurt in zijn boek ‘Wat nou einde van de winkels’ (2016). Van Tellingen stelt dat de totale winkelvoorraad sinds 2011 is gestabiliseerd en dat er wel degelijk kansen zijn voor de fysieke retail. Beide stromingen worden ondersteund *‘in the middle’*. Als voorbeeld pleit de *retail* agenda, geïnitieerd door het Ministerie van Economische Zaken, er voor dat 20% overcapaciteit uit de markt genomen zou moeten worden. CBRE spreekt in haar laatste rapport (2019) zelfs de verwachting uit dat in 2023 ongeveer 25% van het huidige aantal winkelmeters in Nederland overbodig zal zijn. Met andere woorden: om het Nederlandse winkelaanbod weer naar een gezond niveau te tillen, zal de komende jaren een relatief fors percentage winkelmeters aan de voorraad onttrokken moeten worden. Deze dynamiek kent echter meer facetten dan slechts het kwantitatieve aantal meters. Zo opent *online retailer* Cool Blue fysieke winkels om de consument volwaardig te beogen te bedienen. Ook in de literatuur blijken er wisselende conclusies te zijn *‘in the middle’* – bijvoorbeeld over de impact van *online* of *offline* winkelen (Tol, 2013; Van de Beek, 2017).

Zeker is dat de praktijk weerbarstiger is dan beide uitersten. Na diverse grote faillissementen afgelopen jaren van onder andere de V&D, Perry Sport, Coolcat en Intertoys, doemt een nieuw winkellandschap op waarvan de contouren langzaam zichtbaar worden. De retailmarkt bevindt zich in een overgangsfase die retailers dwingt om hun marktpositie, consumentenpropositie en winkelnetwerk te herzien. Retailers zijn op zoek naar de juiste balans tussen *online* en *offline* verkoopkanalen, wat veelal een aanpassing van het winkelaanbod vereist. Winkelen is recreatie geworden en niet meer een noodzakelijk kwaad. Steeds vaker koopt een klant een product (merkartikel) en zoekt daar een winkel bij (fysiek of op internet). Hierdoor neemt de aantrekkingskracht van een winkel af en van een product toe (Molenaar, 2011). Ook voor de vastgoedeigenaar en –belegger heeft ‘het nieuwe winkelen’ consequenties. Ruim 7 van de 10 winkelgebieden hebben momenteel aanzienlijk minder bezoekers dan in 2014 (Locatus, 2019). Er lijken zich duidelijke winnaars en verliezers af te tekenen in het

winkellandschap. De (historische) binnensteden worden vaak onder de eerste groep geschaard, de middelgrote centra onder de tweede (o.a. Ploegmakers et al., 2019; Van Pieterse et al., 2019). ‘Verliezende’ winkelstraten en –centra laten steeds meer lege winkelpanden zien en deze winkelpanden worden steeds vaker gebruikt voor andere doeleinden dan *retail*, te denken valt aan wonen, werken, horeca of de zorg (Ploegmakers et al., 2019). Een mix die overigens ook de winnende winkelgebieden nodig hebben om te voldoen aan de consumenteneisen van een gebied dat meer “*place to meet*” is dan slechts “*place to buy*” - van transactie naar attractie en interactie.

Naast de veranderingen in het consumentengedrag en de meerwaarde van beleving en transformatie hebben ook andere fundamentele trends gevolgen voor winkelgebieden, zoals demografie (o.a. urbanisatie en vergrijzing) en economie. Voor winkeleigenaren is van belang dat de effecten van deze trends zich hebben vertaald in grote prijsverschillen tussen winnende en verliezende locaties (Van der Gijp, 2019). Dit naast het feit dat een groot deel van het huidige bezit mogelijk überhaupt niet meer als winkel zal kunnen functioneren. Er lijkt kortom, sprake van een situatie waarin zich risico’s voordoen voor een belegger¹.

Daarmee is het ook evident dat naast de retailer, ook de vastgoedeigenaar en –belegger, in zal moeten spelen op de snel veranderende markt en de diverse ontwikkelingen om waarde te kunnen (blijven) creëren – juist in een markt waarin verandering de enige constante lijkt. Onderhavig onderzoek zal de academische literatuur verrijken met kwalitatieve inzichten en een actuele case studie, welke bij zullen dragen aan een mogelijke oplossing voor de probleemstelling die centraal staat in dit onderzoek.

1.2 PROBLEEMSTELLING

De hedendaagse en kritische consument, digitalisering en stevige concurrentie veranderen het straatbeeld en leiden tot grote verschillen in prestatie tussen winkelgebieden, branches en ondernemers (ABN AMRO sectorprognose, 2019).

Het sterk veranderende *retail* landschap heeft directe implicaties voor de vastgoedeigenaar. De sterk teruglopende vraag naar fysieke winkelmeters, leidt tot een overschot in het aanbod. Dit is reeds duidelijk zichtbaar op diverse plaatsen en winkelgebieden in Nederland. Tot op heden is echter niet op strategisch niveau onderzoek gedaan naar deze implicaties. Dit terwijl de belangen groot zijn. De totale waarde van het Nederlands commercieel vastgoed wordt geschat op €75 miljard, waarbij zo’n 64% in

¹ Risico wordt gedefinieerd als de (in kansen uitgedrukte) mogelijkheid dat de realisatie van de strategische, tactische, en/of operationele doelstellingen van een organisatie negatief worden beïnvloed, waarbij de kans op realisatie ook daadwerkelijk verlaagd wordt door onzekere tijdelijke en/of structurele (gevolgen van) gebeurtenissen binnen en/of buiten de organisatie (IVBN, 2010).

handen is van Nederlandse institutionele partijen (Klapwijk et al., 2017). De vraag is echter of het individuele belang van een winkelbelegger in alle gevallen strookt met het collectieve belang – hoewel het maatschappelijk evident is dat het aantal winkelmeters beperkt moet worden is dit niet per se in het belang van een belegger die desbetreffende winkelmeters in bezit heeft. Daarmee sluit het vraagstuk in bepaalde mate aan bij het economische begrip van de *tragedy of the commons*. Inzicht in de vraag hoe *tragedies* voor beleggende stakeholders met inachtneming van een bredere context kunnen worden voorkomen vormt de kern van onderhavig onderzoek.

1.3 DOELSTELLING

Onderhavig verkennend onderzoek wil vanuit strategisch beleggersperspectief een bijdrage leveren aan het verkleinen van deze kennisleemte teneinde inzicht te verkrijgen in de mogelijke aanwendbare strategieën, in de vorm van businessmodellen, voor de vastgoedeigenaar, de winkelvastgoedbelegger.

Aan de hand van een theoretisch raamwerk, welke zal worden getoetst in de praktijk door middel van kwalitatief onderzoek, zullen aanbevelingen worden gegeven aan deze vastgoedeigenaar over of, en zo ja hoe, winkelvastgoed toekomstbestendig kan worden gemaakt zodat het desbetreffende vastgoed een positieve bijdrage levert aan de desbetreffende portefeuille van de vastgoedeigenaar.

1.4 HOOFDVRAAG

In dit onderzoek zal worden ingegaan op de impact van een sterk veranderende winkellandschap in Nederland voor de vastgoedeigenaar in het bijzonder. Om waarde te kunnen (blijven) creëren zal de organisatie, de vastgoedeigenaar of -belegger, de consequenties van de veranderingen in de commerciële vastgoedmarkt om moeten zetten naar nieuwe kansen. Door middel van dit verkennend onderzoek wordt getracht om een antwoord te geven op de hoofdvraag;

OP WELKE WIJZE KAN EEN WINKELVASTGOEDBELEGGER INSPELEN OP DE STERK
VERANDERENDE WINKELMARKT?

1.5 DEELVRAGEN

Om een inductieve conclusie te kunnen vormen op de hoofdvraag zullen antwoorden worden gezocht op een aantal deelvragen.

1. Wat is de theoretische relatie tussen risico en rendement?

2. *Wat zijn de voornaamste trends binnen de retail sector, waar de vastgoedeigenaar een mogelijke impact van ondervindt, of zal gaan ondervinden?*
3. *Welk type winkelgebieden biedt de beste kansen voor een vastgoedeigenaar?*
4. *Hoe gaat een organisatie om met de sterk veranderende risicoprofiel van winkelvastgoed in een dynamische markt en voor welke business strategie kan men opteren?*

1.6 METHODOLOGISCHE VERANTWOORDING

Het onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek. Gezien het verkennende karakter wordt gekozen voor een inductieve benadering waarbij gepoogd wordt diepgaande informatie te verkrijgen rondom de thematiek. Om dit valide en betrouwbare te doen wordt het onderzoek gestructureerd volgens het TPAC model: Theorie, Praktijk, Analyse en Conclusie en reflectie.

Omdat gekozen wordt voor het perspectief van de winkelvastgoedbelegger wordt voor het theoretisch fundament aangesloten bij de *financiële* literatuur. De actuele ontwikkelingen in de winkelmarkt wijzen op een toename van de risico's in de winkelbeleggingsmarkt. Juist de relatie tussen risico en het rendement staat daarom centraal in het theoretisch kader. In het praktijkgedeelte worden deze risico's meer diepgaand beschreven. Deze dynamiek leidt – vanuit theoretisch perspectief - onherroepelijk tot het nadenken over de strategie omtrent het bezit van winkels. Dit vraagstuk staat in de analyse centraal. Daarbij wordt gekozen voor zogenaamde datatriangulatie middels i) interviews onder experts en ii) een specifieke casus in het Nederlandse winkellandschap

i) DIEPTIE-INTERVIEWS

Om diverse invalshoeken te belichten zal er worden gekozen om respondenten met diverse achtergronden te selecteren. Niet alleen de vastgoedeigenaar en -belegger zal aan het woord komen, maar ook adviseurs, retailers en ontwikkelaars. Aan de hand van semi gestructureerde mondelinge interviews zal inzicht worden verkregen over de oorzaken en mogelijke oplossingen voor de probleemstelling die centraal staat in dit onderzoek.

ii) CASESTUDIE

Voor de casestudie zullen verschillende onderzoeksmethodieken worden gebruikt, zoals diepte-interviews en documentenanalyse. Dit onderzoek verbindt de winkelmarkttheorie met het grootste, meest actuele, en een zeer representatief vraagstuk op de Nederlandse winkelmarkt op dit moment. De winkels van het huidige Hudson's Bay zijn in de meeste gevallen relatief grote objecten, gelegen op centrale plaatsen in het winkellandschap. Daarbij komt dat een groot aantal van deze panden in het verleden V&D vestigingen zijn geweest en dus qua dynamiek reeds een aantal jaren centraal staan in

de negatieve ontwikkelingen die de winkelmarkt teisteren. De casestudie richt zich daarmee op een breed perspectief en is representatief voor een deel van de Nederlandse dynamiek op de winkelmarkt.

1.7 AFBAKENING

- Onderhavig onderzoek richt zich primair op de Nederlandse winkelvastgoedbelegger, dit garandeert volledige kennis over de Nederlandse (institutionele) context en beleggingsmarkt.
- Het onderzoek richt zich op de belegger, welke reeds in het bezit is van winkelvastgoed in Nederland, in het bijzonder.
- Het sterk veranderende *retail*landschap heeft grote consequenties voor de Nederlandse vastgoedsector. Echter zullen enkel de op dit moment bekende en meest relevantste veranderingen binnen de retail-sector, welke implicaties hebben, of kunnen gaan hebben in de toekomst op de vraag naar fysieke winkelmeters worden opgenomen in dit onderzoek. Het onderzoek beoogt op dit vlak niet uitputtend te zijn.
- Enkel de relevante businessmodellen gedestilleerd uit het geselecteerde theoretische kader, welke toepasbaar zijn voor de winkelvastgoedbelegger zullen in kaart worden gebracht. Ook hiervoor geldt dat geen uitputtend overzicht wordt beoogd.

1.8 RELEVANTIE

Het veranderende *retail*-landschap is een veelbesproken onderwerp, ook in de academische literatuur. De implicaties van deze veranderingen, in het bijzonder voor de eigenaar van het vastgoed, de winkelvastgoedbelegger, zijn daarbij tot op heden onderbelicht gebleven in de academische wetenschap. De maatschappelijke relevantie is gelegen in de belangen van winkels voor zowel beleggers, consumenten, als overheden in het functioneren van leefgebieden. Dit heeft een brede sociaal maatschappelijke en economische impact op vele stakeholders.

1.9 LEESWIJZER

Het onderzoek zal als volgt worden gestructureerd. In paragraaf 1.5 zijn vier deelvragen geformuleerd. Deze deelvragen zullen de basis vormen voor de hoofdstukken 2 tot en met 6. In hoofdstuk 2 en 3 wordt een uitgebreid theoretisch kader weergegeven van waaruit diverse onderzoeksvragen zullen worden gevormd vanuit de wetenschappelijke literatuur. In hoofdstuk 4 wordt de opzet van het academisch onderzoek uiteengezet en beargumenteerd. Tevens worden in dit hoofdstuk de onderzoeksvragen en casestudie stelling gepresenteerd. De onderzoeksvragen en –stellingen worden in hoofdstuk 5 door middel van diepte-interviews aan de praktijk getoetst. De conclusies van

onderhavig verkennend onderzoek zullen in hoofdstuk 6 antwoordt geven op de hoofdvraag en alle deelvragen. Daarnaast worden ook aanbevelingen gedaan voor de winkelvastgoedbelegger. In dit hoofdstuk worden tevens suggesties gedaan voor mogelijk nader onderzoek.

HOOFDSTUK 2. THEORETISCHE ASPECTEN VAN BELEGGEN IN WINKELVASTGOED

‘Clearly, price dynamics is a major determinant of the performance of real estate investments, and is particularly important in determining the nature and magnitude of risk faced by investors.’

[Geltner, Professor, 2017]

In dit hoofdstuk wordt een literatuuronderzoek verricht en wordt een overzicht gegeven van relevante theorieën en onderzoeksbevindingen uit eerdere studies om te komen tot een theoretisch kader dat een uitgangssituatie en mogelijke aanknopingspunten biedt voor voorliggend onderzoek. Onderhavig theoretisch onderzoek is opgesteld vanuit het perspectief van de winkelvastgoedbelegger.

2.1 RELATIE TUSSEN RISICO EN RENDEMENT

De beleggingsleer veronderstelt dat het bij de prestatiemeting van vastgoedbeleggingen uiteindelijk gaat om twee zaken: het te verwachten rendement en de kans dat deze verwachting niet uitkomt, gedefinieerd als het risico van een belegging (Van Dam, 2018). De begrippen kennen een belangrijke interrelatie. Het rendement is een vergoeding voor het risico wat een belegger loopt. Beleggers hebben daarbij een zekere mate van risicoaversie; een hoger risico wordt enkel aanvaard bij een hoger rendement. Dit uitgangspunt vormt de grondslag van de moderne portefeuilletheorie (MPT), waarvoor de Amerikaanse econoom Harry Markowitz (1952) de grondslag legde. Het onderzoek van Boeve (2019) bevestigt dit uitgangspunt voor Nederlandse institutionele beleggers - zij streven naar risicobeheersing en een lange termijn rendement waarmee zij aan de verplichtingen kunnen voldoen. Ook zijn er geluiden die beweren dat deze correlatie tussen risico en rendement lastig te bewijzen is, mede omdat risico zich niet gemakkelijk laat meten en risico moet worden gezien als een veelkoppige draak (Geels, 2012).

Men spreekt van beleggen wanneer we geld uitzetten tegenover een financiële vergoeding. De bedoeling hiervan is om op deze wijze inkomsten - rendement - en eventueel vermogensopbouw te verwerven (Nozeman et. al., 2013). Beleggen in onroerend goed definiëren van Gool et. al. (2007: p. 19) als *‘het vastleggen van vermogen in vastgoed, direct danwel indirect, met het doel om uit de exploitatie van het vastgoed en de eventuele verkoop een stroom geldelijke opbrengsten te realiseren’*. Hierbij moet bedacht worden dat beleggen het nemen van beslissingen is onder onzekere omstandigheden. Er wordt immers een bedrag geïnvesteerd in ruil voor een onzeker bedrag in de

toekomst. Deze onzekerheid is het verschil tussen beleggen en sparen en maakt dat er bij vastgoedbeleggingen naar gestreefd dient te worden dat de geldelijke opbrengst hoger ligt dan wanneer het vermogen in een spaarproduct is vastgelegd (Nozeman et. al., 2013). De mate van onzekerheid – ofwel het risico dat een belegger in vastgoed wil nemen is per belegger zeer verschillend en mede afhankelijk van de bedrijfsdoelstelling. Deze bedrijfsdoelstelling vertaalt zich in een interne rendementseis, welke direct is gerelateerd aan de risicobereidheid. Hoe hoger de risico's worden ingeschat, hoe hoger het rendement is dat door de belegger wordt geëist.

Het vastgoedbeleggingsrisico bestaat volgens de moderne portefeuille theorie uit een specifiek risico en een marktrisico. Beleggers die slechts in één soort categorie zouden beleggen, dienen de twee risico's bij elkaar op te tellen om het totale risico vast te stellen (Geltner et al., 2014). Markowitz (1952) stelt dat de belangrijkste manier om deze risico's te minimaliseren is dat middels diversificatie van beleggingen een demping van de volatiliteit in de waarde van de portefeuille ontstaat en daarmee een vermindering van het beleggingsrisico. In grotere portefeuilles wordt dus het specifieke risico sterk verminderd door diversificatie, mits de rendementen van deze assets ook op verschillende manieren met elkaar correleren (Marquard, 2015). Diversificatie betreft het aanbrengen van sectorale en geografische spreidingen in de portefeuille. Markowitz richtte zich in eerste instantie op verschillen tussen aandelen, maar zijn diversificatietheorie is in principe toepasbaar voor meerdere soorten assets zoals obligaties en ook vastgoed. Ook binnen de asset vastgoed kan spreiding zowel in de breedte als in de diepte gaan: met verschillende vastgoedmarkten, verschillende soorten onroerend goed, over verschillende objecten (klein, groot, nieuw, oud, *single tenant*, *multi-tenant*) over verschillende eigendomssituaties (wel of geen erfpacht) over huurders uit verschillende sectoren, over verschillende contractlooptijden, enzovoort (Van Gool et.al., 2007). Ook speelt de aanwezigheid en/of omvang van vreemd vermogen, projectontwikkelingsactiviteiten, totaalrendement en (actief) asset management of anderszins waarde creërende activiteiten een grote rol in het beleggingsprofiel en aanverwant risicoprofiel.

Rendementen op de onroerendgoedmarkten worden gedreven door economische activiteiten (via huurders), door financiële markten (via beleggers) en door bouwactiviteiten (via ontwikkelaars). Bovendien reageren deze actoren op elkaar (Geltner et al., 2014). Institutionele beleggers kijken voor de investeringsbeslissing primair naar het looptijndrendement, welke gebaseerd is op de huurstream (economische activiteit) gedurende de jaren dat het object wordt geëxploiteerd. Daarnaast wordt de te verwachten waardeontwikkeling in ogenschouw genomen (Van Gool et al., 2013; Geltner et al., 2014). Het is de optelsom van het directe en indirecte rendement dat resulteert in het totaalrendement voor een vastgoedbelegging. Bachelier (1900) ontdekte weliswaar dat 'rendementen

uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst', maar uit het historische rendementsverloop kunnen wel algemene rendements- en risicoprofielen worden afgeleid.

Om de beleggingswaarde te kunnen vaststellen is het voor beleggers noodzakelijk zich een mening te vormen over het gewenste rendement. Van Gool et al. (2013) omschrijven voor het vaststellen van de rendementseis vier verschillende methoden: op basis van het (verwachte) rendement van de bestaande portefeuille, op basis van de financieringskosten, op basis van vergelijkbare rendementen in de markt of op basis van het risicovrije rendement, verhoogd met risico-opslagen. Bij het baseren van de rendementseis op het rendement van de bestaande portefeuille komt de belegger het probleem tegen dat in het voorspellen van zowel het direct als het indirect rendement onzekerheid schuilt. Vooral de toekomstige waardeontwikkeling is moeilijk te voorspellen (Van Gool et al., 2013). Volgens Markowitz (1952) moeten beleggers het verwachte rendement als een wenselijk resultaat van een belegging zien en het risico (de volatiliteit of variantie) van het rendement als een onwenselijke uitkomst. Zoals reeds opgemerkt is het inschatten van risico's een strategisch vraagstuk waar vastgoedbeleggers hun eigen invulling aan geven. Iedere vastgoedbelegger heeft hierdoor ook een eigen focus qua risico en rendement met verschillende beleggingsprofielen en beleggingsmarktposities.

In de literatuur worden er ruwweg een drietal hoofdprofielen geduid (cf. Nozeman, 2013: 248). Deze profielen of beleggingsstijlen zijn inherent aan het risicoprofiel dat een vastgoedbelegger wenst na te streven en bestaan uit:

- I. **Core:** beleggingen in volwassen (bewezen) winkelsegmenten en markten, met weinig vreemd vermogen gefinancierd, weinig projectontwikkelingsactiviteiten en totaalrendementen die hoofdzakelijk worden gegenereerd door inkomsten: directe rendementen (IRR= 7%)
- II. **Value-added:** beleggingen in ieder winkelsegment of markt, met bescheiden eigen vermogen (laag *geleveraged*), met project ontwikkelingsactiviteiten en actief asset management. Het totaalrendement komt in het bijzonder door waarde creatie: indirect rendement (IRR= 11%).
- III. **Opportunity:** Beleggen met een hoog niveau aan vreemd vermogen financieringen, nog meer projectontwikkeling, asset management of anderszins waarde creërende activiteiten (IRR = 15%).

2.1.1. GEDRAGSECONOMIE

Voor het vaststellen van de rendementseis en de beleggingswaarde bij het beleggen in vastgoed bestaan diverse theoretische en rekenkundige modellen. Bovengenoemde beleggingsstijlen gedefinieerd door Nozeman (2013) zijn allen gebaseerd op een rationeel handelende actor. Literatuur van meer recente aard benoemt ook irrationele gedragsfactoren die de rendementseis van de belegger bepalen. In deze zogenaamde gedragseconomie - *behavioral finance* - wordt gebruik gemaakt van een combinatie van financiële, economische theorieën en psychologie om het economische gedrag van mensen te verklaren en te analyseren welke invloeden dit gedrag heeft op de financiële markten. De literatuur omtrent *behavioral finance*, erkent dat het gedrag van mensen imperfecties kent en actoren suboptimale beslissingen kunnen nemen (van der Post en Hekkenberg, 2013). Er wordt dus niet alleen uitgegaan van strikt rationeel gedrag, maar ook gekeken naar gedragsverklaringen op basis van het feit dat beleggers handelen op basis van angst, hebzucht, zelfoverschatting, veiligheid en kuddegedrag. Deze gedragsfactoren beïnvloeden ook de rendementseis van de belegger in vastgoed (Van der Schilden, 2017).

Wanneer we de *behavioral finance* vertalen naar een beleggingsstrategie ontstaat feitelijk een veelvoud aan mogelijke acties van een belegger gezien de irrationaliteit. Op grond van de bestaande literatuur wordt deze desondanks gestructureerd rondom een aantal heuristieken en *biases*. Empirisch onderzoek van de Amerikaanse psychologen Kahneman en Tversky (1974) heeft hier in belangrijke mate structurerend in gewerkt. Tversky en Kahneman (1974) onderzochten hoe door mensen wordt geoordeeld en beslist in situaties van onzekerheid en constateerden dat mensen meestal over onvoldoende informatie beschikken of niet altijd logisch handelen. De niet volledige rationele en geïnformeerde actor vormt hierbij het fundamentele uitgangspunt.

Allereerst, *herding*, of kuddegedrag, is de neiging van mensen om de rationele of irrationele acties van een grotere groep te kopiëren. Het verschijnsel wordt door velen als basis gezien voor het ontstaan van bubbels in markten. *Herding* kan ook de aanleiding zijn van de bekende vicieuze cirkel: doordat de vraag toeneemt, nemen ook de prijzen toe en doordat de prijzen stijgen, neemt de vraag toe. De omgekeerde relatie, bij een afnemende vraag, is ook een mogelijkheid. (Vastgoed-)beleggingen kennen zowel een direct rendement (de cashflow) als een indirect rendement (de waardeontwikkeling). Onder invloed van *herding* zou veronderstelde positieve waardeontwikkeling een grotere invloed hebben op de vraag en prijsvorming dan de geprognosticeerde cashflow. Diverse onderzoeken (Asch, 1955; Christie & Huang, 1955; Chang, Cheng & Khorana, 2000) tonen aan dat *herding* gedrag een serieuze bedreiging vormen voor het handelen in direct vastgoed.

Ook blijkt uit de wetenschappelijke literatuur dat de ene persoon gevoeliger is voor de blootstelling aan risico dan de ander. Op het gebied van risicoperceptie bij het nemen van beslissingen wordt veelal de '*prospect theory*' van Kahneman & Tversky (1979) aangehaald. Deze op de gedragseconomie gebaseerde theorie beschrijft hoe mensen keuzes maken waar financiële risico's mee gemoeid zijn. Hierbij denken mensen in termen van winst of verlies in plaats van de verwachtingswaarde van het uiteindelijke resultaat. Bokhari & Geltner (2011) hebben onderzocht in welke mate '*loss aversion*' een rol speelt bij investeringsbeslissingen in commercieel onroerend goed. Het concept *loss aversion* speelt een centrale rol in de Prospect Theory van Kahneman & Tversky. Volgens Bokhari & Geltner houdt *loss aversion* in dat voor winsten en verliezen van een gelijke omvang, individuen meer nut opgeven voor het verlies dan dat zij ontvangen voor de winst. Zij signaleerden dat verkopers van commercieel onroerend goed, die leiden aan *loss aversion*, een onrealistisch hoge vraagprijs stellen, waardoor ze onderhevig zijn aan langere verkoopperioden en in het algemeen minder verkopen.

Overconfidence is een veelvuldig onderzocht en daarmee relatief bekend verschijnsel in de beleggingswereld. Het betreft de neiging om rekenkundige modellen en statistieken te negeren omdat men simpelweg denkt het zelf beter te weten. Kahneman (2011) geeft aan dat individuen er vaak geen rekening mee houden dat er essentiële informatie kan ontbreken, ofwel *What You See Is All There Is* (WYSIATI). Bovendien heeft het brein de neiging om onbewust een samenhangend verhaal te maken van de beschikbare informatie en de reeds geactiveerde ideeën terwijl dubbelzinnigheden en twijfels worden onderdrukt.

Bij het nemen van beslissingen hebben individuen doorgaans ook het alternatief om niets te doen of aan de huidige of een eerdere beslissing vast te houden. Uit onderzoek is gebleken dat individuen disproportioneel vaak vasthouden aan de *status quo* (Samuelson & Zeckhauser, 1988). Bij het alloceren van vermogen in direct vastgoed bestaat de kans dat de aard van de huidige portefeuille invloed uitoefent op het aankoopbeleid van de vastgoedbelegger daarmee ontstaat een padafhankelijkheid. In de praktijk zou dit kunnen betekenen dat de belegger de neiging heeft meer van hetzelfde te verwerven dan de portefeuille te diversifiëren hetgeen statistisch wenselijker wordt geacht of anderzijds dat de belegger de neiging heeft juist niet te handelen om de huidige situatie te handhaven, wat leidt tot de '*status quo bias*'.

Van een aantal *biases* is het aannemelijk dat zij van toepassing zijn op de winkelvastgoedmarkt. Tezamen met de rationeel economische theorie staan zij daarom aan het fundament van een viertal strategieën die beleggers kunnen kiezen teneinde optimaal te handelen op de winkelmarkt. De volgende paragraaf gaat hierop nader in.

2.2 THEORETISCHE BELEGGINGSSTRATEGIEEN

In onderhavig onderzoek zal worden nagegaan hoe het management van een vastgoedorganisatie reageert op een veranderend risicoprofiel van de winkelvastgoedbeleggingen doordat de dynamiek in de markt toeneemt. Hiertoe zijn er op basis van de economische alsmede managementliteratuur een viertal varianten geduid. Let wel – dit vormen theoretische varianten, in werkelijkheid zijn een veelvoud aan varianten denkbaar. De verschillende vormen kennen een toenemende ontwikkeling in actie en verandering opgebouwd rondom het aanhouden, differentiëren, transformeren tot het afstoten van winkelvastgoed.

2.2.1 STICK TO THE CORE: DIFFERENTIATIE DOOR SPECIALISATIE

Differentiatie van concurrenten is het wezenskenmerk van een strategie, de primaire bron van concurrentievoordeel. Een onderneming verdient niet alleen geld door een waardevolle activiteit uit te voeren, maar door zich zodanig te onderscheiden van haar concurrenten dat zij haar belangrijkste doelgroepen beter en winstgevender kan bedienen. Hoe scherper dat onderscheidende karakter, des te groter het voordeel (Zook & Allen, 2011). Nagenoeg iedere bedrijfstak biedt tal van mogelijkheden voor ondernemingen om zich te onderscheiden van hun concurrenten. Na ruim vijftien jaar onderzoek naar pijlers onder hoge prestatieniveaus concluderen Zook en Allen (2011) dat de meeste echt succesvolle ondernemingen hun strategie niet geregeld *‘op de schop nemen’*. Zook en Allen (2011) constateerden dat de ondernemingen die aanhoudend bijzonder sterk presteren hun strategie hebben gebaseerd op een beperkt aantal vitale, sterk onderscheidende aspecten die samen een systeem vormen en elkaar versterken. Jezelf *‘heruitvinden’* is echter meestal niet verstandig. Deze organisaties bouwen juist onvermoeibaar voort op hun fundamentele onderscheidend vermogen. Daar worden zij steeds sterker door. Deze organisaties leren hoe zij dat onderscheidend vermogen moeten inzetten in de markt en bouwen een organisatie waarvan dat strategische voordeel iedere dag opnieuw het kloppend hart is. Zij leren hoe zij dit voordeel in stand kunnen houden door zich voortdurend aan te passen aan veranderingen in de markt, zonder te worden meegesleurd door de *‘waan van de dag’*. De meeste innovaties, hoe baanbrekend ook, hebben alleen consequenties voor slechts een deel van het businessmodel van de organisatie. *“The importance of overlooked, undervalued, or underutilized assets cannot be overstated. In 21 of the 25 companies we examined, a hidden asset was the centerpiece of the new strategy”*, aldus Zook (2007).

De beste manier om te groeien is doorgaans om de sterkste strategische voordelen van de onderneming opnieuw in te zetten in een nieuwe context. Een duidelijk onderscheidend vermogen ondersteund door principes waarover niet te onderhandelen valt, zorgt voor concurrentievoordeel. Maar dat voordeel is slechts tijdelijk. Als de markt verandert, zal een succesvolle onderneming ook moeten leren hoe zij zich snel kan aanpassen aan nieuwe omstandigheden. Deze eenvoud betekend

dat alle neuzen in de organisatie dezelfde kant uit staan en dat iedereen in de organisatie terdege snapt waar de onderneming zich door onderscheidt, zodat iedereen snel en doeltreffend toewerkt naar hetzelfde doel. Het onderzoek van Zook en Allen (2011) maakt echter duidelijk dat er binnen de meeste managementteams weinig tijd wordt besteed aan het bereiken van consensus over de succeselementen van de organisatie. Deze onduidelijkheid sijpelt door complete organisaties en zo wordt het beeld voor klanten nog waziger.

Wanneer dit theoretisch kader in ogenschouw wordt genomen vanuit het perspectief van de winkelvastgoedmarkt, zal men de voorkeur hebben voor een bepaald en specifiek winkelvastgoedtype en -beheer binnen de portefeuille. Echter zal men diverse activiteiten moeten ontplooien om zich daarbinnen daadwerkelijk te onderscheiden van de concurrentie om zo waarde aan het vastgoed toe te voegen. Hierbij kan men denken aan het verbeteren van de winkelvastgoedkwaliteit op functie-, fysieke en commerciële variabelen. De kwaliteit van winkelcentra is echter een complex en abstract begrip (Speentjes, 2012) en juist binnen een dynamische markt vraagt dit actief vastgoedmanagement (Tronconi & Baiardi, 2010). Uitgangspunt hierbij is dat een integraal en geharmoniseerd managementmodel het mogelijk maakt om de volledige potentie uit vastgoed te halen, zowel voor de gebruiker als voor de belegger, stelt Geuze (2017).

Vastgoedmanagement in Nederland wordt van oorsprong vooral uitgevoerd door beleggingsinstellingen. Voor veel beleggers is de afweging tussen actief en passief beheer een zeer actueel vraagstuk. Volgens Bernardi en Smeets (2010) hebben zowel actief alsook passief beheer voor- en nadelen, en tot dusver is er geen consensus bereikt betreffende de optimale vorm van beheer. Voorstanders van passief beheer benadrukken dat gemiddeld genomen actief beheer qua performance achterblijft bij passief beheer vanwege de grote uitdaging waar actieve beheerders mee geconfronteerd worden: het op consistente wijze 'verslaan van de markt', waarbij de *outperformance* bovendien de veelal hogere kosten van actief beheer dient te compenseren. Daarentegen wijzen voorstanders van actief beheer erop dat er wel degelijk beheerders bestaan die consistent waarde weten toe te voegen en dat passieve marketindexen niet noodzakelijkerwijs optimale portefeuilles vormen (Bernardi en Smeets, 2010). In 1989 heeft Grinold met het artikel '*The fundamental law of active management*' een belangrijke bijdrage aan de wetenschappelijke literatuur met betrekking tot portefeuillebeheer geleverd. In dit artikel toont Grinold aan dat de toegevoegde waarde van een actieve beheerder, uitgedrukt in de 'informatie ratio', afhangt van het aantal onafhankelijke actieve posities in de portefeuille (uitgedrukt in '*breadth*') en van de '*skill*' van de beheerder om goede voorspellingen te maken (uitgedrukt in '*information coëfficiënt*').

Taken en activiteiten worden binnen de beleggingsorganisatie zelf uitgevoerd of (gedeeltelijk) uitbesteed aan externe partijen. In het kader van efficiëntie en focus op kernactiviteiten, kiezen beleggingsinstellingen in Nederland tegenwoordig ook steeds vaker voor het uitbesteden van deze werkzaamheden (Jansen, 2016). De reden voor het uitbesteden kan wisselend zijn van puur kosten gedreven tot kennis gedreven. Jansen (2016) maakt hierin onderscheidt in zes strategieën voor beleggingsorganisaties:

- **Alles zelf doen** – een dergelijke opzet ontstaat wanneer een organisatie de werkzaamheden in de volledige vastgoedkolom binnen de eigen organisatie uitvoert. Dit betekent van operationeel tot en met het strategische niveau en betreft een volledig geïntegreerde aanpak.
- **Disciplinaire uitbesteding property management** – de disciplinaire uitbesteding van het propertymanagement bestaat uit gedeeltelijke uitbesteding van bijvoorbeeld het technisch management en de huurdersadministratie. Het commercieel management wordt in deze situaties bewust binnen de eigen organisatie uitgevoerd.
- **Gehele uitbesteding property management** – een veel voorkomende uitbestedingsstrategie in de winkelvastgoedsector is de uitbesteding van het gehele propertymanagement aan een externe organisatie.
- **Gedeeltelijke uitbesteding asset management** – een situatie die in toenemende mate voorkomt is het gedeeltelijk uitbesteden asset managementtaken. In dergelijke gevallen wordt de property manager vaak betrokken bij de strategiebepaling, de uitvoering dispositie-activiteiten of (her)ontwikkelingswerkzaamheden.
- **Advisering portfolio- en asset management** – deze strategie is geen uitbestedings- maar een adviesrelatie. Deze strategie is gericht op het uitbrengen van adviezen over verschillende activiteiten op strategisch en tactisch beleidsniveau.
- **Co-makship** – deze strategie is gebaseerd op het delen van kennis en resultaat tussen partijen (adviseur/ vastgoedmanager). Op basis van een integrale benadering werken beide partijen aan gezamenlijk doelen, waarbij effectiviteit, efficiëntie en innovatie een belangrijke rol hebben.

Professioneel vastgoedmanagement is een relatief nieuw werkveld en is ontstaan parallel aan de ontwikkeling van vastgoed als beleggingscategorie, maar ontwikkeld zich in een rap tempo. Diverse beleggers zijn in de afgelopen jaren bezig geweest met de ontwikkeling van kwaliteitsprogramma's om zo meer grip op de kwaliteit van het winkelvastgoed te krijgen. Een voorbeeld hiervan is het 'four star' systeem wat Unibail-Rodamco-Westfields hanteert bij de certificering van hun centra. Ook concurrent Kleppiere, lanceert binnen de gehele Europese portefeuille een aantal initiatieven met als doelstelling om de kwaliteit en gevoel van beleving bij consumenten te vergroten, zoals Let's play, Clubstore en Act for good.



Figuur 1: Logo 4-star shopping URW (Unibail-Rodamco-Westfields, 2017)

2.2.2 DON'T PUT ALL YOUR EGGS IN ONE BASKET

Naarmate het aantal verschillende markten, waarin wordt geïnvesteerd, toeneemt, zal het risico voor de organisatie juist minder worden in plaats van toenemen – conform de moderne portefeuille theorie van Markowitz (1952) (zie ook paragraaf 2.1). Een gevleugelde uitspraak voor dit effect is *“Don't put all your eggs in one basket”*, waarmee geadviseerd wordt de eieren (de belegging) te verdelen over meerdere mandjes ('markten en/of segmenten'). Het risico dat alle eieren sneuvelen, wordt dan beperkt tot de kans dat alle mandjes vallen. In de jaren 1980 is de moderne portefeuille theorie een steeds belangrijker rol gaan spelen voor vastgoedbeleggers en werd deze ingezet om te zoeken naar diversificatiemogelijkheden in verschillende soorten vastgoed (winkels, kantoren, woningen, etc.) en locaties (Sandberg, 2007; Geltner, 2007, p. 543). In de decennia hierna zijn er echter ook fondsen geweest die juist (weer) specialiseerden (*Stick to the core* kortom). Ook hierop wordt recent weer soms teruggekomen door beleggers. Voorbeeld binnen de vastgoedmarkt is Unibail-Rodamco-Westfields. Deze winkelbelegger hanteert al jaren een strategie van *'leading winkelcentra met een rijk winkelaanbod'*, maar breidt die aanpak nu uit naar een bredere focus op *mixed-use*, met gebieden met leisure, woningen en kantoren.

Mixed-use vastgoed is een verzamelnaam voor verschillende combinaties van gebruikers in een aaneengesloten vastgoed object (Sandberg, 2007). In *mixed-use* gebouwen worden functies gestapeld in een complex en zijn daarmee constructief verbonden. Theoretisch gezien is het *mixed-use* gebied een groep losstaande (*single-use*) objecten, die gelijksoortig worden beheerd. Daarmee is het mogelijk *mixed-use* vastgoed dus financieel te beschouwen als een zeer lokale vastgoedportefeuille, bestaande uit *single-use* vastgoed binnen een afgebakend gebied. Indien *mixed-use* vastgoed kan worden gezien als een lokale vastgoedportefeuille, bestaande uit verschillende vastgoedsectoren op een locatie, zou de moderne portefeuille theorie van Markowitz van toepassing kunnen worden verklaard, aldus

Sandberg (2007). Dit zou impliceren dat het mixed-use vastgoed juist een financiële meerwaarde kan hebben ten opzichte van *single-use* vastgoed, hetgeen de aantrekkelijkheid van *mixed-use* vastgoed vergroot. Ondanks dat vastgoed geen efficiënte markt is en dat diversificatie lastiger is vanwege de omvang van individueel vastgoed, is de moderne portefeuille theorie in principe van toepassing op *mixed-use* vastgoed. Naarmate de correlatie tussen de sectoren lager is, zal het risico van de vastgoedbelegging verminderen. Het risico gecorrigeerde rendement zal daarmee verbeteren, waardoor de waarde van het vastgoed zal toenemen, stelt Sandberg (2007).

Naast diversificatievoordelen speelt ook de dynamiek van de winkelmarkt een rol – consumenten vragen om diversiteit van centra ook. *“Dit heeft alles te maken met de ingrijpende verandering die de winkelmarkt ondergaat”*, zegt CFO Jaap Tonckens (PropertyNL, 2019). Tonckens schetst hoe Unibail zijn strategie vormgeeft in een zeer uitdagende retailmarkt: *“In een succesvol winkelcentrum moeten de retailers volop rouleren. Voortdurende vernieuwing is heel belangrijk. Niet al onze winkelcentra bieden voldoende beleving, voldoende ‘place making’. Dit betekent dat je functies moet toevoegen die de beleving versterken. Dat kan werken (kantoren) of leisure zijn, maar ook woningbouw wordt belangrijker voor ons. We hebben veel grond en er is grote vraag naar woningen. Zo ontwikkelen we circa 2.000 woningen rond Westfield Stratford in Londen.”* Dit betekent overigens niet dat Unibail-Rodamco-Westfields zijn strategie van de beste winkelcentra opgeeft, de ontwikkeling van andere functies zijn een aanvulling op die strategie. Ook andere toonaangevende winkelbeleggers, zoals Redevco, passen momenteel hun strategie aan naar gebiedsontwikkeling en gemengde functies.

2.2.3 TIME FOR CHANGE

De wereld verandert en de vastgoedwereld vormt daarop geen uitzondering. Bovendien voltrekken de veranderingen zich in een steeds sneller tempo. Hierop adequaat reageren is de actuele opgave voor het huidige management van organisaties. De vraag is echter hoe dat het beste kan. Adams (1984) beoogt dat het individu en de organisatie niet machteloos zijn. Als zij zich een beeld vormen van wat ze willen bereiken, zich een doel stellen, dan is dat de basis verandering en zelfs voor transformatie. In die zin krijgt leiderschap een andere betekenis. Het is niet meer het beheersen en behouden van wat is, maar wordt meer het steeds weer duidelijk maken wat het doel is dat de organisatie wil bereiken. Daarbij is het van belang dat dat doel meer is dan alleen het eigenbelang en winst maken. Want eigenbelang en winst zeggen niets over de behoefte die in de markt aanwezig is en waarin de eigen organisatie voorziet. Als het bedrijf geen bijdrage levert aan de maatschappij, zal de maatschappij geen goederen en diensten van dat bedrijf betrekken. Juist die bijdrage (de goederen en diensten) die de organisatie aan de samenleving levert, rechtvaardigt haar bestaansrecht en zal gebaseerd zijn op morele doelen, zoals welzijn of een goede toekomst voor iedereen, stelt Adams (1984). De redering van Adams (1984), meer in detail, neemt als uitgangspunt dat de wereld verandert en dat individuen

en organisaties daarop moeten reageren. Zijn de verandering niet van fundamentele aard, dan kan dat met bijsturen en oppoetsen. Zijn de veranderingen wel van fundamentele aard, dan is bijsturen en oppoetsen per definitie onvoldoende en is een totale nieuwe aanpak nodig.

Veranderen begint dus vaak met na te denken over de waarde belofte van de organisatie. Vraag is dan of deze nog wel aansluit bij de wensen en behoeften van klanten en andere partijen. Volgens Jonker en De Witte (2013) beginnen organisaties met veranderen omdat de bestaande waarde belofte niet meer voldoet voor een of meer partijen. Uitgangspunt is dat de beoogde verandering leidt tot een nieuwe vorm van waarde creatie voor betrokken partijen (Jonker & De Witte, 2013).

TRANSFORM

Nederland komt met 3,16 miljoen vierkante meter leegstaand winkelvloeroppervlak (WVO), waarvan circa 30% structureel (> drie jaar) en 40% langdurig (een tot drie jaar) leeg staat (Locatus, 2018). Een deel van de langdurige leegstand wordt niet meer opgenomen door de markt. Zonder ingrijpen neemt de structurele leegstand de komende jaren verder toe, stelt Lennartz (2018). Zoals eerder opgemerkt pleit ook de *retail* agenda voor een onttrekking van 20% uit de markt. Echter zou enkel het onttrekken van *retail* vierkante meters leiden tot kapitaalvernietiging, een mogelijke oplossing kan ook gevonden worden in het transformeren van de vastgoedbestemming. De vergrijzing binnen de Nederlandse populatie draagt bij aan een toenemende vraag naar zorg, alsmede de aanzienlijke bevolkingsgroei naar meer woningen. Beide ontwikkelingen zijn mogelijk interessant met het oog op het transformeren van winkels naar woningen en/of zorgvastgoed (“maatschappelijk vastgoed”). De woningmarkt is een aantrekkelijk alternatief voor veel leegstaande winkels. Winkels liggen vaak in centrale gebieden en veel mensen wonen graag in de buurt van voorziening. De Transformatieatlas Retail (2018) laat zien dat er in Nederland meer dan 1 miljoen vierkante meter potentieel transformeerbaar *retail*-vastgoed is. In kansrijke woningmarkten is dit 500.000m². Bij een gemiddelde grootte van 50-100m² biedt dit mogelijkheid om 7.000 tot 14.000 nieuwe woningen te realiseren.

Een alternatieve aanwendbaarheid kan naast woningen ook worden gezocht in maatschappelijk vastgoed. Bij maatschappelijk vastgoed gaat het om de functie die uitgeoefend wordt in het gebouw. Het vastgoed is ondersteunend aan de functie en het gebouw wordt ingezet als bedrijfsmiddel. Tot maatschappelijk vastgoed behoort een diverse groep gebouwen, zoals gezondheids- en zorgcentra en sportaccommodaties. Ook de vraag naar kantoren is enorm toegenomen over de laatste jaren, dit zou ook kansen kunnen bieden. Het transformeren van commercieel vastgoed naar bijvoorbeeld zorgvastgoed resulteert vaak in langdurige contracten met een constante kasstroom. Tevens is zorgvastgoed minder onderhevig aan trends wat een faillissementsrisico verkleind. In beide gevallen wordt het risico van de investering verlaagd.

Er kleven mogelijk ook negatieve (financiële) consequenties aan een dergelijke transformatie van de vastgoedbestemming; de huurprijs die men betaald voor de ruimte zal naar verwachting ook aanzienlijk minder zijn in vergelijking met de commerciële huurprijs, waardoor het direct rendement verlaagd wordt. Ook zal de belegger mogelijk een afboeking moeten doen op de boekwaarde, waarbij het indirect rendement afneemt en/of zijn substantiële investeringen noodzakelijk voor de desbetreffende investering.

Beleggers worden bij het maken van de keuze waarin zij investeren beïnvloed door sociale overwegingen. Volgens Borgers et al. (2015) beïnvloeden sociale overwegingen niet alleen de fondsmanagers van expliciet sociaal bewuste beleggingsfondsen, maar ook de overwegingen van de fondsmanagers van conventionele beleggers. De door hen als ‘zondig’ gelabelde aandelen (bijvoorbeeld in de tabak-, alcohol- en gokindustrie) leveren significant hogere rendementen op in vergelijking met niet ‘zondige’ aandelen, aldus Borgers et al. Desondanks boycotten fondsmanagers deze aandelen, ongeacht of deze al dan niet een expliciet sociaal bewuste beleggingsfonds vertegenwoordigen. Dit verklaart het hogere rendement op deze aandelen.

Bij het aanwenden van alternatieve functies van winkelveastgoed zouden sociale overwegingen ook een rol kunnen spelen. De vraag is of vastgoedbeleggers bereid zijn een minder rendement te accepteren door het doen van een investering die een positieve impact heeft, zoals bijvoorbeeld het transformeren van winkels waarbij een sub optimaal rendement geaccepteerd wordt om een groep te kunnen huisvesten die anders geen woning kan vinden. Een dergelijke vorm van investeren wordt in de literatuur ‘*impact investing*’ genoemd.

EXIT

Verandering kan niet alleen tot stand worden gebracht door middel van transformatie, maar ook door er bewust voor te kiezen het winkelveastgoed af te stoten. Zo bracht NSI naar buiten meer op kantoor te willen gaan richten en uit het winkelveastgoed te stappen. Het fonds heeft aangegeven dat zij wil uitgroeien tot ‘De vastgoedinvesteerder’ in de Nederlandse kantorenmarkt. Ook IEF Capital verkocht in 2017 een groot aantal van haar winkelpanden op toplocaties. Het gaat hierbij om vijf panden van de Bijenkorf en zeven voormalige V&D panden. Eerder verkocht IEF Capital 38 panden waarin HEMA gevestigd zit. Het gaat om zo’n 110.000 vierkante meter winkelruimte. “*Een strategische keuze*”, aldus een woordvoerder van IEF Capital.

Met het oog op het afstoten van het winkelveastgoed kunnen diverse psychologische en sociologische factoren een rol spelen bij de beslissing van de winkelveastgoedbelegger om het vastgoed wel al dan niet te verkopen. Deze factoren leunen op de gedragseconomie, of wel de ‘*Behavioral Finance*’ theorie, zoals omschreven in paragraaf 2.1.1.

HOOFDSTUK 3. ONTWIKKELINGEN IN VASTGOEDBELEGGINGSMARKT EN HET *RETAIL*-LANDSCHAP

“Change is the law of life, and those who look only to the past and present, are certain to miss the future”

[John F. Kennedy, 35th President of the United States of America, 1963]

In dit hoofdstuk wordt de Nederlandse winkelvastgoedbeleggingsmarkt behandeld. In hoofdstuk 3.1 wordt allereerst ingezoomd op de centrale partij in deze markt, de winkelvastgoedbelegger. Vervolgens wordt in hoofdstuk 3.2 een analyse gegeven van de winkelvastgoedbeleggingsmarkt en de ontwikkelingen in deze markt. Van oudsher is deze winkelvastgoedmarkt een aantrekkelijke markt om in te beleggen. De gunstige vooruitzichten boden beleggers relatief veel zekerheid, tegen doorgaans goede risico/rendementsverhoudingen. Aan deze zekerheid lijkt een einde te komen. De Nederlandse retailmarkt verandert in razend tempo en de detailhandel heeft het zwaar te verduren gehad de afgelopen jaren. De retailmarkt is volop in beweging en het *retail*-landschap is allang niet meer te vergelijken met dat van een aantal jaren geleden. Om de consequenties te ontrafelen voor de winkelvastgoedbelegger, zullen de voornaamste trends in de retailmarkt uiteen worden gezet, welke een directe invloed hebben, of zullen gaan hebben, op het eigendom van de verhuurders. Deze trends worden weergegeven in hoofdstuk 3.3.

3.1 DE (WINKELVASTGOED)BELEGGER

De activaklasse vastgoed heeft vanaf de jaren zestig een relevante plaats ingenomen in de portefeuilles van Nederlandse institutionele beleggers. Institutionele beleggers stapten geleidelijk over van de traditionele en conservatieve beleggingen die grotendeels gericht waren op overheidsschuld, naar commercieel vastgoed en woningen. Aanvankelijk waren vastgoedportefeuilles vrij klein, echter, in de loop der jaren heeft voornamelijk de groei van de institutionele (vastgoed)portefeuilles geleid tot vastgoedportefeuilles met aanzienlijke omvang.

De commerciële vastgoedsector speelt een belangrijke rol in de hedendaagse Nederlandse economie. De omvang van de professionele commerciële vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland bedraagt circa €75 miljard, aldus Klapwijk et al. (2017). Beleggers in Nederland kunnen grofweg in drie categorieën worden opgesplitst waarbij ook een risicoprofiel wordt toegevoegd: met zo'n 64% veruit de grootste categorie vastgoedbeleggers die daarnaast ook relatief risico-avers zijn, de Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen), gevolgd door de buitenlandse beleggers en, de kleinste categorie, de Nederlandse particuliere beleggers. Deze beleggers kunnen

zowel direct (in “stenen”) als indirect, bijvoorbeeld via beleggingsfondsen, in vastgoed beleggen (Klapwijk et al., 2017). De institutionele beleggers hebben als doel het beheer van het door de deelnemers ingelegd vermogen. In tegenstelling tot particuliere beleggers, doen de institutionele beleggers dit omdat zij toekomstige verplichtingen hebben, zoals de pensioenuitkeringen.

Investeren in winkelvastgoed vergt een lange termijn visie bij winkelvastgoedbeleggers. Het rendement bestaat uit de huurinkomsten (direct rendement) en de verkoopwaarde (indirect rendement). Investeerders in winkelvastgoed hebben daarbij een lange termijn perspectief met een exploitatieperiode van 10 tot 20 jaar (ING Economisch bureau, 2014). De verwachte vraag en verwachte huurinkomsten in de toekomst bepalen de huidige waarde van het winkelvastgoed. Voor beleggers is het dan ook van groot belang hoe het winkellandschap zich de komende jaren gaat ontwikkelen. Voor de winkelvastgoedbelegger is de winkel of het winkelcentrum van morgen dus vandaag. Desalniettemin worden vastgoedeigenaren door andere stakeholders nog wel een als afwachtend gekenschetst waarbij zij pas laat inspelen op nieuwe ontwikkelingen. Een gemiddelde winkel bestaat nog maar 6 à 7 jaar alvorens de retailer zijn strategie herzielt (Molenaar, 2011). Investeerders in winkelvastgoed hebben daarentegen een langere horizon van gemiddeld 10 tot 20 jaar, maar doordat hun huurinkomsten pas dalen bij huurherzieningen of als er leegstand ontstaat zijn vastgoedeigenaren niet direct gevoelig voor teruglopende omzetten in winkelgebieden (ING Economisch bureau, 2014).

De voorspelbaarheid van vastgoedrendementen is onderzocht door MacKinnon & Al Zaman (2009). Hun onderzoek bevestigde dat vastgoed een in hogere mate voorspelbaar rendement heeft dan aandelen en obligaties. De rendementen op aandelen en obligaties vertonen ‘*mean reversion*’. Dit betekent dat de rendementen op lange termijn naar het gemiddelde tenderen. Hierdoor worden lange termijnbeleggingen relatief minder risicovol dan beleggingen op korte termijn. De resultaten uit het onderzoek van MacKinnon & Al Zaman (2009) wijzen uit dat ook vastgoedrendementen onderhevig zijn aan *mean reversion*, zij het in mindere mate dan voor rendementen op aandelen geldt. Investeren in vastgoed wordt dus relatief minder risicovol indien voor een langere periode geïnvesteerd wordt. Daarnaast is op korte termijn investeren in vastgoed door de beperktere volatiliteit minder risicovol dan het investeren in aandelen. Omdat bij investeren in vastgoed in mindere mate sprake is van *mean reversion* dan bij het investeren in aandelen, is op lange termijn (10 jaar) investeren in aandelen ongeveer net zo risicovol als investeren in vastgoed. Bij een 10-jaars horizon heeft vastgoed een standaard deviatie in rendement van 2,5% tegen een standaarddeviatie in rendement voor aandelen van 2,6%, aldus MacKinnon en Al Zaman. Dat investeren in vastgoed minder risicovol is op lange termijn kan van invloed zijn op de rendementseis van de beleggers.

Ondanks de relatief lange termijn visie van vastgoedbeleggers, herzielt de professionele en actieve belegger haar portefeuille normaliter met enige regelmaat. Bij (institutionele) vastgoedbeleggers is het gebruikelijk om bij een heroverwegingsmoment complexen met behulp van een *'hold-sell'* model te beoordelen op een tweetal factoren: de netto kasstroom uit de exploitatie (direct rendement) en de verwachte waardeontwikkeling (indirect rendement). Beleggers gebruiken hun eigen (interne) modellen of modellen van externe partijen om hier periodiek inzicht in te verkrijgen. De verdien capaciteit van de objecten wordt hierin meestal ook berekend. Er zijn meerdere strategieën te volgen voor complexen; door exploiteren, renoveren, deelverkopen en complex-gewijze verkoop (Finance Ideas, 2012). Voor elk van deze mogelijke strategieën dient dan een berekening te worden gemaakt van de bijbehorende contante waarde van de kasstromen. De *hold -of sell-* strategie wordt bepaald aan de hand van de exploitatiestrategie met de hoogste contante waarde. Daarbij dient rekening gehouden te worden met specifieke marktomstandigheden. Uit onderzoek op basis van Amerikaanse Real Estate Investment Trusts (REIT's) blijkt dat actief portefeuillebeheer een significant positieve invloed heeft op de resultaten van een vastgoedfonds en dat actief beheer zinvol is (Ploegmakers, 2004).

Uit onderzoek van Tauw (2014) blijkt dat de afgelopen jaren verschillende vastgoedbeleggers bezig zijn geweest met de dispositie van *non-core assets*. De verkoopprogramma's resulteren meestal in een herpositionering van de portefeuilles, een toename van de bezettingsgraad en de afname van vreemd vermogen. Een belegger denkt traditioneel gezien van de aanbodkant; het bieden van goede kwaliteit winkels en dit invullen met een stabiele huurder. De traditionele rol is echter aan het verschuiven richting de vraagkant, waardoor de belegger steeds meer gaat denken als een retailer en aan hoe de prestatie van die retailer zo optimaal mogelijk wordt (Tauw, 2014). Volgens het rapport *'Retailing beyond borders'* van de Rabobank (2014) kunnen winkels en winkelgebieden alleen nog consumenten trekken wanneer beleggers en retailers meer gaan samenwerken. De toekomst van retail is zodanig onzeker, dat retailers tegenwoordig gebaat zijn bij korte huurcontracten, geen vastgoedbezittingen meer hebben en snel kunnen reageren op veranderende fysieke behoeften (Rabobank, 2014).

Bij de winkelvastgoedbelegger is de verschuiving van aanbod- naar actief vraaggericht denken bijvoorbeeld zichtbaar in de opkomst van andere verhuursituaties, waarbij te denken valt aan nieuwe contractvormen, zoals tijdelijke huurovereenkomsten, en een omzet-gerelateerde huurprijs. Er zijn verschillende definities in omloop dit in de kern een gelijke strekking hebben. Eeken en De Boer (2004: 6) hebben de volgende definitie aan omzethuur gegeven: *"een verhuursituatie waarbij de retailer de verhuurder/belegger een (gedeeltelijk) aan de behaalde omzet gerelateerde huurvergoeding betaald"*. Volgens Sybertsma (2011) kan omzethuur het middel zijn om de belangen tussen huurder en verhuurder op een lijn te krijgen. De omzet-gerelateerde huurvergoeding bestaat uit een bepaald

percentage van de door de retailer gerealiseerde omzet. Dit percentage verschilt per branche, aangezien de marges per branche verschillend zijn.

3.2 ANALYSE VAN DE WINKELVASTGOEDBELEGGINGSMARKT IN NEDERLAND

De Nederlandse winkelstructuur wordt gekenmerkt door een hoge mate van fijnmazigheid. Deze fijnmazigheid is het gevolg van het relatief strikte ruimtelijk beleid dat vanaf de tweede helft van de vorige eeuw werd ingevoerd (Van der Post, 2004). Hoewel de eerste decennia van de 20^{ste} eeuw een organische, niet planmatige ontwikkeling van het Nederlandse winkellandschap gemeengoed was, werd in lijn met het overheidsdenken na de Tweede Wereldoorlog een geregisseerd en gereguleerd ruimtelijk detailhandsbeleid gevoerd.

De totale Nederlandse winkelvoorraad bestaat anno 2019 uit bijna 28 miljoen vierkante meter benut winkelvloeroppervlak (WVO). Onderzoek van Tauw (2014) laat zien dat de winkelvoorraad tussen 2004 en 2014 gestaag is toegenomen, in totaal met bijna 4 miljoen vierkante meter WVO. Er zijn lange tijd veel vierkante meters toegevoegd en aanzienlijk minder onttrokken. In totaliteit gaat in 2019 om circa 2.500 winkelconcentraties. Ongeveer 80% van het winkelmetrage wordt gebruikt voor de verkoop van niet-dagelijkse goederen zoals kleding, woninginrichting et cetera. De overige 20% wordt ingenomen voor verkoop van dagelijkse goederen in de vorm van supermarkten, verswinkels en drogisterijen. Nederland telt ruim 106.000 fysieke winkels (HBD, 2012). De trend is dat dit aantal elk jaar licht afneemt en dat het totale winkelvloeroppervlak licht toe neemt. Het gemiddelde winkelvloeroppervlak is 262 vierkante meter. In 2005 was dit nog 228 vierkante meter (HBD, 2012). Winkels worden gecategoriseerd naar type winkelgebied. Dit wordt de winkelgebiedsindeling of het winkelsegment genoemd. Het Nederlandse winkellandschap kenmerkt zich tevens door een grote winkeldichtheid. Per inwoner is er bijna 1,7 m² winkelruimte WVO (Winkel Vloer Oppervlakte) beschikbaar (Colliers International, 2016).

Binnen de vastgoedliteratuur wordt duidelijk onderscheidt gemaakt tussen de verschillende winkelgebiedstypen, te weten:

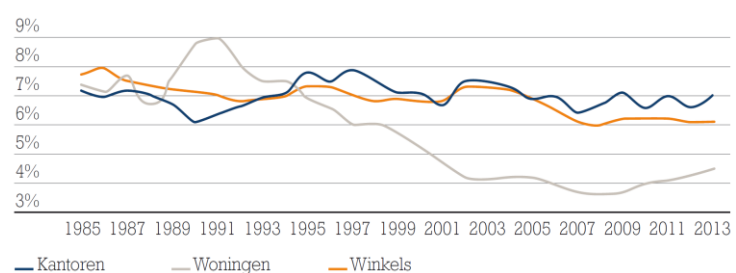
1. *G4-binnensteden winkels*
2. *G5-15 binnensteden*
3. *Middelgrote steden*
4. *Dominante winkelcentra*
5. *(Solitaire) Supermarkten*
6. *Perifere en Grootschalige detailhandelsvestigingen ('PDV/GDV')*
7. *Factory Outlet Centers ('FOC')*

In deze opbouw is ook de hiërarchische opbouw zichtbaar. Het centraal gelegen hoofdcentrum, de binnenstad, is binnen een plaats vrijwel altijd het hoogste in rang. Centrale winkelgebieden hebben de aantrekkingskracht om in de branchering de focus te leggen op dagelijkse, maar ook niet-dagelijkse aankopen en een groot aantal winkels. In de grotere plaatsen vindt hier het recreatieve winkelen plaats ('*fun shopping*'). Aan de andere kant van het spectrum, worden de dagelijkse boodschappen vaker in de buurt gekocht. In hoofdcentra van lagere orde is de functie vooral gericht op het doen van boodschappen en andere gerichte aankopen ('*daily of run shopping*'). In veel steden treft men naast het hoofdcentrum ondersteunende centra aan op wijk- en buurtniveau. Grotere steden bezitten in een aantal gevallen ook nog stadsdeelcentra. Buiten de hiërarchie kent Nederland vooral veel PDV/GDV-locaties (detailhandelsvestigingen voor grote goederen, zoals woonboulevards en tuincentra), die zich voornamelijk aan de randen van de steden bevinden. Deze locaties zijn gericht op het doen van doelgerichte aankopen. Daarnaast kent men ook nog de '*Factory Outlet Centers*', waarvan er momenteel drie gevestigd zijn binnen Nederland, in Roermond, Roosendaal en Lelystad. Elk van deze winkelgebied typen heeft zijn eigen functionele karakteristiek, variërend van recreatieve shoppen tot het doen van gerichte aankopen. Hoewel het hiërarchisch model suggereert dat winkelgebieden complementair zijn, neemt de onderlinge concurrentie tussen winkelgebieden toe als gevolg van kritischer koopgedrag, toegenomen mobiliteit en internetgebruik; modern koopgedrag laat zich niet meer typeren volgens hiërarchische principes alleen (CBRE International, 2016). Niet alleen de concurrentie tussen verschillende winkelgebieden komt aan het licht, ook het functioneren van wijkwinkelcentra onderling verschilt significant.

Binnen alle typen winkelgebieden wordt vervolgens per locatie een nog verfijnder onderscheid gemaakt met de standplaatskwaliteit. Dit is een indeling in A1, A2, B1, B2 en C-locaties, die wordt gemeten door de relatieve intensiteit van de passantenstromen in kaart te brengen. Op die manier lopen 75%-100% van de passanten op een A1 locatie, 50-75% op A2, 25-50% op B1, 10-25% op B2 en tot 10% op C-locaties (Nozeman et. al., 2013: 98)

3.2.1 HET INVESTERINGSKLIMAAT

De economische waarde van (winkel)vastgoed wordt in de basis bepaald door de wisselwerking tussen vraag naar typen winkelruimten en het aanbod daarin. De mate waarin in een bepaalde behoefte wordt voorzien

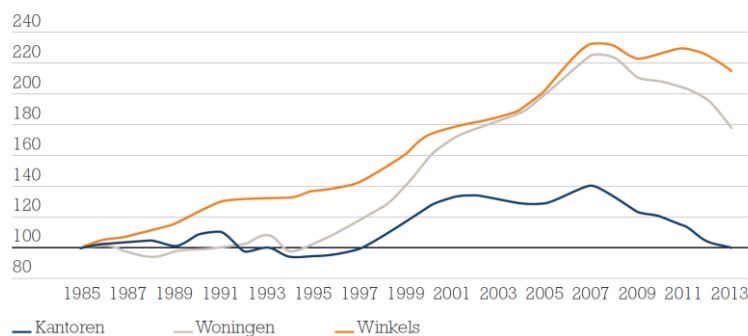


Figuur 2: Directe rendementen deelsegmenten vastgoed 1985-2013
(ING Economisch bureau, 2016)

of juist het gebrek daar aan wordt schaarse genoemd. Hoe schaarser, hoe hoger de economische

waarde, is de basisgedachte (Vink, 2012). Ontwikkelingen op de vastgoedmarkt kennen vaak een duidelijke ‘varkenscyclus’, waarbij perioden van onder aanbod worden afgewisseld met overaanbod. Dit komt onder andere door de vaak lange doorlooptijden van investeringsbeslissingen. Als de vraag naar extra vierkante meters winkelopervlakte toeneemt, duurt het geruime tijd voordat het aanbod hierop kan reageren (ING, 2014).

Door de stabiele huurontwikkeling (figuur 2) en de hoge waardegroei (figuur 3) zijn winkels de afgelopen decennia een goed renderende vastgoedcategorie geweest. De rendementen van winkelvastgoed staan echter sinds de crisis van de afgelopen jaren, oplopende leegstand en online winkelen onder



Figuur 3: Waardeontwikkeling deelsegmenten vastgoed
Index 1985=100 (ING Economisch bureau, 2016)

druk. Huren kunnen hierdoor dalen waardoor winkels een minder aantrekkelijke belegging worden. Ook ten opzichte van de omringende landen presteert het Nederlandse winkelvastgoed de afgelopen jaren relatief minder goed, aldus Zwart van het ING Economisch bureau (2014).

Er is duidelijk een tweedeling te zien in de markt: waar sommigen zich uit het winkelvastgoed aan het terugtrekken zijn ten gunste van andere assetclasses, investeren anderen in toenemende mate enkel in winkelvastgoed met een duidelijk toekomstperspectief. De lage lange rente zorgt ervoor dat er per saldo nog steeds veel geld beschikbaar is om te investeren, samen met de onzekerheid op internationale beleggingsmarkten zorgen voor toestroom van nationaal en internationaal kapitaal in de Nederlandse vastgoedmarkten. Voor het meeste winkelvastgoed geldt dat de risicopremie in Nederland hoog is. Maar op de allerbeste Nederlandse winkellocaties zijn de aanvangsrendementen inmiddels fors gedaald en wordt nog altijd meer dan 30 keer de huur betaald. Dat de winkelmarkt het de afgelopen jaren zwaar te verduren heeft gehad, is aan deze toplocaties voorbijgegaan tot op heden. Internationale retailers blijven geïnteresseerd in grotere winkelunits op de beste locaties en ook investeerders zien het Nederlandse *prime retail* als bijna risicoloze belegging, stelt Van der Gijp Commercieel Directeur Syntrus Achmea Real Estate and Finance (2019). Binnen Syntrus Achmea Real Estate and Finance denkt men dat er ook in de toekomst een blijvend grote vraagdruk is voor toplocaties met een divers aanbod van winkelen, horeca, cultuur, vermaak en stedelijke kwaliteit. Dit weerspiegelt zich in blijvend lage aanvangsrendementen en potenties voor huurgroei en worden gezien als aantrekkelijke investeringscategorie, omdat hun toekomst in het retail-landschap zekerder is. Dit relatief homogene investeringsgedrag biedt kansen voor beleggers met een breed mandaat en

voor specialistische vastgoedbeleggers. ING Economisch Bureau (2014) sluit zich aan bij de visie dat beleggers in winkelvastgoed zich meer en meer zullen concentreren op de toplocaties. Zij verwachten dat in Nederland de komende jaren maximaal 15 a 20 hoogwaardige koopconcentraties ontstaan in grotere (provinciale) steden. Het moet een belevenis zijn om te shoppen en de consument is op zoek naar een totaalaanbod van winkels, verkondigt Zwart (2014: 5).

In een onderzoek van Hoven (2013) wordt gesteld dat de langetermijneffecten, te weten de economische malaise, internetverkoop en een veranderend koopgedrag (meer efficiënt winkelen), leiden tot een structurele daling van het aantal bezoekers in winkelgebieden. Daarnaast leiden korte termijneffecten, zoals het weer en bereikbaarheid, soms tot grote fluctuaties in de bezoekersaantallen. Over het algemeen blijven de bezoekersaantallen in de echt grote steden op peil, terwijl de bezoekersaantallen in de middelgrote en kleinere steden harder dalen. Ook de wijkwinkelcentra, gericht op de dagelijkse boodschappen, blijven redelijk op peil als het gaat om bezoekersaantallen. Een meer grillig patroon doet zich voor in de grotere winkelcentra met een groter aanbod gericht op het recreatieve winkelen (Hoven, 2013). Deze stelling wordt ondersteund door Van der Gijp (2019). Zoals Van der Gijp reeds opmerkt, is er een belangrijke tweedeling in de markt voelbaar tussen winnende en verliezende winkelgebieden. Hij laat zien dat beleggers steeds meer investeren in zowel supermarkten als buurt- en wijkcentra. Een relatief grote daling van passanten vond plaats bij middelgrote winkelgebieden. Zij ondervinden dubbele concurrentie: zij ondervinden dubbele concurrentie en kunnen moeilijke de attractiviteit bieden van – dikwijls nabijgelegen – grote binnensteden en internet en concurreren voor het meer reguliere winkelen met kleine wijkcentra (ABN AMRO sectorprognose, 2019).

Voor winkellocaties in middelgrote steden is het veel moeilijker om consumenten te binden. Zij ondervinden concurrentie van grote steden en alternatieve aankoopkanalen zoals internet. De komende jaren resulteert dit mogelijk in een neerwaartse druk op de huurniveaus. De beperkte interesse van investeerders zorgt daarnaast voor oplopende aanvangsrendementen. Voor kleinere winkelkernen en slechte winkellocaties is dit effect nog groter. Kopers zijn hier zeer moeilijk te vinden. Voor de ondersteunende winkelgebieden, zoals de wijkcentra, is het voorzicht gemengd. Dagelijkse goederen blijven de belangrijkste ankers, maar branches die niet food-gerelateerd of niet-dagelijks benodigd zijn vormen in toenemende mate een risico voor huurwaardes en waarderingen. Desondanks blijft de interesse van investeerders voor dit type centra naar verwachting op niveau. In figuur 4 wordt deze veronderstelling schematisch weergegeven.

Outlook Nederlandse winkelmarkt

Nieuwe kansen voor retail. Wijkcentra op een kantelpunt.

		'15	'16	'17	'18
Waardegroei	G4-binnensteden winkels	+	+	+	+
	G5-15 binnensteden	=/+	=/+	=/+	=
	Middelgrote steden	-	-	-	-
	Dominante winkelcentra	=/-	=/-	=/-	=/-
	Supermarkten	=/+	=/+	=	=
Huurgroei	G4-binnensteden winkels	=	=/+	+	+
	G5-15 binnensteden	=/-	=/-	=	+
	Middelgrote steden	-	-	-	-
	Dominante winkelcentra	-	=/-	=/-	=/-
	Supermarkten	=	=	=	=/+

Legenda
 + verwachte stijging
 =/+ stabiel tot lichte stijging
 = stabiel
 =/- stabiel tot lichte daling
 - verwachte daling

Figuur 4: Outlook Nederlandse winkelmarkt (Syntrus Real Estate and Finance, 2014)

3.3 TRENDS IN HET RETAIL- LANDSCHAP

De *retail* sector is volop in beweging en dat deze markt veranderd is een gegeven, maar zaak is om hier als vastgoedeigenaar zo efficiënt en effectief mogelijk op in te springen. Door de desbetreffende macro- en microtrends te analyseren en na te gaan wat er speelt in de markt, kan er actief actie worden ondernemen door de winkelvastgoedbelegger om waardeverlies – zo veel als mogelijk – te voorkomen.

3.3.1 VERANDERINGEN IN MACROTRENDS: URBANISATIE & VERGRIJZING

In de periode 1990 tot 2015 is de Nederlandse bevolking met twee miljoen inwoners gegroeid van 14,9 tot 16,9 miljoen. Dit is een groei van 13,5 procent. De stedelijke gemeenten groeiden gemiddeld meer dan de niet-stedelijke gemeenten (17% versus 10%) en de groei was het hoogst in de Randstad (18%) en het laagst in de periferie (5%) (De Beer en Van der Gaag, 2017). In 2018 groeide de bevolking, net als voorgaande jaren, vooral in de Randstad. De vier grote steden kregen er de meeste inwoners bij. Ook in Noord-Brabant groeide de bevolking sterk. De bevolking groeide het sterkst in de kleinere gemeenten rondom de grote steden. Dit meldt het CBS op basis van voorlopige bevolkingscijfers tot en met november 2018. Maar de verschillen waren in de afgelopen 25 jaar niet steeds hetzelfde. Twintig jaar geleden stagneerde de groei van de vier grote steden nog, terwijl daar de afgelopen jaren juist de sterkste groei plaatsvond.

Er is niet alleen sprake van meer mensen, maar ook van vergrijzing. De afgelopen 25 jaar is de Nederlandse bevolking steeds meer verouderd. Het aandeel 65-plussers is sterk toegenomen, van 12,8 procent in 1990 tot 17,8 procent in 2015. Het aandeel jongeren onder de 20 jaar is daarentegen gedaald van 25,7 procent tot 22,7 procent. De daling van het aandeel jongeren vond plaats in alle groepen van gemeenten behalve de vier grote steden. De daling was in de niet-stedelijke gebieden iets sterker dan in de stedelijke gebieden. Voor het aandeel 65-plussers is het beeld omgekeerd. Dat steeg het sterkst in de niet-stedelijke gebieden, iets minder sterk in de stedelijke gebieden, maar daalde in de vier grote steden. De trend in de vier grote steden is lange tijd tegengesteld geweest aan die in de andere groepen van gemeenten, maar sinds 2005 is ook daar sprake van een begin van vergrijzing (de Beer en van der Gaag, 2017). Rond 2030 zijn er volgens het CBS naar verwachting ruim vier miljoen 65-plussers. Dat komt neer op bijna een kwart van de bevolking. De levensverwachting is de afgelopen vijftien jaar gestegen van 75,5 jaar naar bijna 82 jaar. Tevens leven ouderen niet alleen langer, ze zijn gemiddeld ook rijker, al zit het vermogen vaak vast in ‘stenen’ en bovendien laat het consumentenvertrouwen van ouderen de wensen over, wat een nadelig effect heeft op de besteding van deze klantgroep.

Onderzoeksbureau Q&A luidde de noodklok in een artikel ‘de nadelige gevolgen van vergrijzing voor retail’ (2016). Zo hebben ouderen bijvoorbeeld relatief veel vrije tijd en geld, echter worden beide niet voor een groot deel besteed in winkel. Ouderen hebben veel spullen al, dus er is weinig noodzaak om te winkelen en bovendien vinden ze het over het algemeen niet leuk om te doen. Tevens staat veel vermogen vast. *“De bank is wat dat betreft een belangrijke concurrent van retail”*, aldus Terra, onderzoeksdirecteur bij Q&A. Naast dat vergrijzing zorgt voor sterk dalende volumes in non-food, zorgt het ook voor polarisatie van winkelgebieden. Kleine, zwakke en oudere winkelgebieden worden kleiner, zwakker en ouder. Oudere consumenten stellen andere eisen aan winkels en winkelgebieden dan jongeren. Ouderen vinden het vooral belangrijk om efficiënt hun inkopen te kunnen doen, in een nette en veilige omgeving. Voor jongeren zijn *experience*, beleving en aanwezigheid van horeca en de juiste winkels veel belangrijker. Ook op openingstijden zal dit zijn effect hebben. Waar een algemene trend zichtbaar is van winkels die vaker en langer open zijn, zal dit in krimpgebieden juist beperkt worden. *“Ouderen hebben soms maar behoefte aan drie dagen waarop winkels open zijn”*, legt Terra uit.

Waar de één problemen ziet, predikt de ander oplossingen en waar gevaren zijn, zijn vaak ook kansen. ING (2016) bekijkt de ontwikkeling dan ook van een andere kant. In het rapport ‘Vergrijzing als kans’ schets de bank waarom retailers de oudere doelgroep vooral moeten omarmen. ING spreekt de verwachting uit dat in 2030 65+ huishoudens goed zullen zijn voor naar schatting 35% van de totale consumentenbestedingen. In tegenstelling tot Q&A, heeft ING (2016) ook gekeken naar de andere kant

van de medaille: *food-retail*. Voor retailers in die branche lijkt vergrijzing veel meer een kans dan een bedreiging te zijn. Ouderen eten relatief minder, maar wel 'luxer', stelt Dirk Mulder (2016), sectormanager Food & Retail van ING, vast. Vooral voor vlees, vis en wijn is potentie. De generatie 'nieuwe ouderen' zet deze trend versterkt voort. Ook gezonde voeding krijgt naar verwachting meer aandacht. Ook voor *food-retail* speelt het langer thuis wonen daarnaast een rol. Ouderen doen daardoor steeds langer een beroep op foodretailers, voordat ze zijn aangewezen op de keukens van zorginstellingen. Deze branche moet vooral zorgen dat het zijn dienstverlening op deze groep afstemt, met thuisbezorging, individuele maaltijdoplossingen en goede hulp in de winkel. In 'vergemakkelijken en 'leuker maken' kunnen retailers echt hun slag slaan. Domotica, ook wel huisautomatisering of smart homes genoemd, zijn sterk in opkomst en kunnen het leven in huis gemakkelijker maken. Elektronicaretailers en woonwinkels kunnen daarin een rol kunnen spelen. Maar het kan ook een stuk simpeler en alledaagser. Een handig te ontsluiten blikdopje voor ouderen die niet zoveel kracht meer hebben, of een snijplank met noppen om het brood op zijn plek te houden. Het lijkt klein, maar kan voor ouderen een groot hulpmiddel zijn, stelt ING (2016) in haar rapport. Naast een makkelijker leven in huis, kunnen ook winkels hun toegankelijkheid nog eens kritisch bekijken. Ruimere parkeerplaatsen, gangpaden en pashokjes, aanwezigheid van wc's, kleinere verpakkingen voor *food*-producten. Maar denk ook aan een vergrootglas bij prijs labels en hulp bij het dragen van spullen.

In Japan besloot Aeon, een van de grootste retailers van het land, enkele winkelcentra om te bouwen tot '*Grand Generation's Malls*': winkelcentra gericht op de vergrijzende bevolking. Naast een meer op ouderen gericht aanbod van producten en betere toegankelijkheid, wordt in deze winkelcentra de combinatie gezocht met andere activiteiten, zoals sport, gezondheid en cultuur. Er is een fitnesscentrum gericht op ouderen en de mogelijkheid om advies te krijgen over gezondheidsproblemen. Verder kunnen ouderen deelnemen aan cursussen over fotografie, kunst, dansen of yoga en is er een muziekstudio voor creatieve ouderen. Want waar veel retailers vooral jongere consumenten willen lokken met 'beleving' en 'experiences', ook voor ouderen mag het best leuk zijn.

De vergrijzing brengt ook andere uitdagingen en kansen met zich mee voor de vastgoedsector. Zo spreekt ook CBRE in haar H1 rapport 2018 uit dat er een groeiend tekort is aan vrije sector zorgappartementen. Met zorgappartementen worden zelfstandige levensloopbestendige appartementen, geschikt voor het ontvangen van zorg, waarbij een zorgexploitant in het complex of in de directe nabijheid van het complex



Figuur 5: Spreiding tekort vrije sector zorgwoningen 2040
(CBRE Research, 2018)

gevestigd is om naar behoefte (thuis)zorg te leveren aan bewoners verstaan (CBRE Healthcare, 2018). Steeds meer senioren willen wonen in een zorgappartement. Hier zoeken ze comfort, gezelligheid en veiligheid. In de eerste helft van 2018 is er voor €345 miljoen aan zorgvastgoed verkocht aan beleggers. Dit is circa 48% meer dan in de eerste helft van 2017. Er waren circa 25 verschillende beleggers actief in het aankopen van zorgvastgoed. Ter vergelijking, in H1 2017 waren dat nog maar 14 verschillende beleggers. Hieruit blijkt dat er meer beleggers actief worden in het segment. Uit onderzoek van CBRE Healthcare (2018) blijft dat er in Nederland een huidig tekort is van circa 32.000 vrije sector zorgappartementen. Dit tekort loopt de komende jaren verder op tot circa 52.000 in 2040.

3.3.2 VERSCHUIVINGEN IN MICROTRENDS: WIJZIGINGEN IN BESTEDINGSPATROON

Het koop- en bezoekgedrag van consumenten verandert. Het hebben van veel bezoekers lijkt positief voor het functioneren van een winkelcentrum, maar belangrijker is of consumenten daadwerkelijk iets besteden. Over het algemeen kan gesteld worden dat de bestedingen van consumenten per bezoek aan een winkelcentrum toenemen (Hoven, 2013). Dit hangt tegelijkertijd samen met een lagere bezoekfrequentie. Dit komt er op neer dat consumenten minder vaak, maar per bezoek meer aankopen doen. Op basis van de hoge levensstandaard en verwachte economische groei, zullen Nederlandse consumenten gemiddeld gezien steeds meer blijven uitgeven. Echter, consumenten geven tegenwoordig hun geld anders uit dan in het verleden. Hoewel er in absolute zin nog sprake is van een toename van consumentenbestedingen aan nagenoeg alle *retail* categorieën, gedreven door bevolkingsgroei, daalt het relatieve aandeel van de belangrijkste consumentenartikelen in het totale bestedingsplaatje van de consument al jaren. Een steeds kleiner deel van de particuliere consumptie wordt besteed aan goederen en voornamelijk relatief minder aan mode. Een steeds groter deel van de bestedingen gaat naar vaste lasten waaronder huisvesting en energiekosten, mobiliteit en verzekeringen (gezondheidszorg). Daarnaast kiest de consument ervoor om geld te besteden aan dienstensectoren, zoals vrijetijdsbesteding (waaronder cafés, restaurants en toeristische attracties), reizen (waaronder vlieguren) en communicatie (smartphones). Winkelvastgoed kan profiteren van deze trend op locaties waar vrijetijdsbesteding, mobiliteit en winkelgelegenheid samenkomen. Dit zijn bijvoorbeeld toeristische bestemmingen, historische binnensteden met verblijfskwaliteit en vervoersknooppunten zoals luchthavens en treinstations. Ook kleinschalige wijkcentra en lokale zorgcentra die inspelen op de vraag naar gemak zullen hier waarschijnlijk het meest van profiteren, gezien de sociale rol die ze vervullen.

Zoals reeds opgemerkt, wordt er meer ad hoc geconsumeerd en is het bestedingsniveau aan horeca fors gestegen. Volgens Ploegmakers et al. (2019) heeft horeca in stads- en dorpscentra van Nederland de winkelfunctie voor een deel overgenomen. Waar het aantal winkels al jaren afneemt, is het aantal horecapanden in 15 jaar tijd gestegen van 38.000 naar meer dan 43.000, zo blijkt uit recente cijfers

van Locatus. Een toename van 15%. Voornamelijk het aantal lunchrooms, snackbars en ijssalons is gegroeid. Lang is beleidsmatig verondersteld dat de aanwezigheid van horecavoorzieningen een positieve betekenis zou hebben voor centrale winkelgebieden en andere winkels in het desbetreffende winkelgebied. Een groot horeca-aanbod lijkt echter niet evident bij te dragen aan het functioneren van deze centra. In het onderzoek van Ploegmakers et al. (2019) wordt onderzoek gedaan naar het effect van het horeca-aanbod en de diversiteit in het algemeen op de winkelbestedingen per vierkante meter. De resultaten laten echter zien dat het aandeel horecazaken geen invloed heeft op de uitgaven per vierkante meter in de niet-dagelijkse branches zoals moe en vrije tijd. Er lijkt zelfs sprake te zijn van een negatief effect op de bestedingen per vierkante meter voor dagelijkse boodschappen.

3.3.3 DIGITALISATIE: NIEUW EVENWICHT TUSSEN ONLINE EN OFFLINE

Klanten kopen van oudsher bij de winkels die binnen de mobiele actieradius liggen. Deze keuze was in de twintigste eeuw redelijk eenvoudig, namelijk een winkel in de buurt die goed bereikbaar was. Molenaar (2011) beschrijft in zijn boek 'Het einde van de winkels?' dat de hedendaagse retailer op verschillende fronten gelijktijdig moet vechten om een toekomst te hebben, waaronder tegen internetaankopen, die vaak goedkoper zijn en thuis afleveren, en tegen leveranciers die jarenlang hun partner waren, maar nu kansen zien om direct te verkopen aan klanten over de rug van de retailers. Maar liefst 78% van de Nederlandse bevolking heeft in 2018 internetaankopen gedaan, blijkt uit cijfers van het CBS. Vergeleken met 2017 is dat percentage 2% gestegen. Door deze (digitale) veranderingen staan de rol, de functie en de het voortbestaan van de fysieke winkel ter discussie. Volgens Molenaar (2011) hangt de toekomst van de winkels af van datgene wat de individuele winkel(s) zelf doen om het winkelen leuk te maken en wat winkels gezamenlijk doen om aantrekkelijk te zijn.

In het boek '*Inside the mind of the shopper*' (2009) wordt uitvoerig uitgelegd dat de focus van *retailing* verschuift. Het klassieke businessmodel kent vier pijlers:

- 1.) De marges van de handel, zoals bonussen;
- 2.) De interest op de verkoopprijs, nu verkopen later betalen;
- 3.) Het onroerend goed;
- 4.) De marge op transacties.

Klassieke retailers denken nog steeds in deze vier waarde-elementen. Echter is er de laatste jaren een negatieve ontwikkeling geweest op alle vier de waarde-elementen: De handel is niet alleen meer via winkels, maar ook via internet. De marge is daarnaast goed onder druk gekomen door het internationale aanbod, de goed geïnformeerde consument en de lagere prijzen op internet. De rentestanden staan al enkele jaren op een historisch laag punt. Het (bedrijfsmatige) onroerend goed laat ook al jaren een prijsdaling zien. Dan blijft enkel de transactiemarge over, maar ook deze marges

staan steeds verder onder druk door de kritische, goed geïnformeerde consument. Al met al een zorgelijke ontwikkeling voor de *retail* (Sorensen, 2009).

Bij het klassieke koopproces hebben de verkoper en de winkel een belangrijke plaats, echter hebben veel klanten een ander (koop)gedrag gekregen, door allerlei externe omstandigheden, zoals mobiliteit of het belang van gezelligheid. Daarnaast heeft internet ook een grote rol gespeeld bij de wijziging van het koopgedrag van de consument (Molenaar, 2011). In het nieuwe koopgedrag is de fysieke winkel niet langer een noodzaak maar een keuze voor de consument. Er ontstaat in die zin een ander speelveld waarop bestaande winkels opnieuw hun meerwaarde moeten tonen voor de consument (Molenaar, 2011, p. 19). In dit veranderende koopmotief onderscheidt hij *'social shopping'* (winkelen is bijzaak, recreatie de kern) en *'social buying'* (samen iets kopen is de kern, het vermaak de bijzaak). Kern van de decompositie van het koopproces is dat consumenten veel bewuster kiezen waar, wanneer en vooral waarom men kiest om ergens te gaan winkelen of een aankoop te doen. Het randgebeuren is in dit nieuwe koopmotief veel belangrijker dan het aankoopkanaal (een winkel) zelf (Molenaar, 20011, pp. 35-40).

Uit onderzoek (Tol, 2013; ABN AMRO, 2011) volgen onderstaande top 5 motivaties om online te kopen:

- 1.) Winkelen wanneer het mij uitkomt ('24/7')
- 2.) Prijsniveau
- 3.) Uitgebreid assortiment
- 4.) Eenvoudig prijzen vergelijken
- 5.) Winkelen kost weinig tijd.

Andere drijfveren zijn: je kunt overal shoppen, geen lange rijen en gemakkelijk betalen (Merks, 2012).

De top 3 barrières voor online kopen zijn volgens Merks (2012; p. 259; Tol, 2013):

- 1.) Producten zien, passen en aanraken niet mogelijk
- 2.) Geen mogelijkheid voor persoonlijk advies
- 3.) Geen vertrouwen in online betalingsbeveiliging

Ondanks de toenemende populariteit van online winkelen, openen diverse succesvolle online retailers toch 'stenen winkels' anno 2019. Zo is Coolblue zes fysieke winkels in Nederland en drie in België rijk en zegt ruimte te zien voor 25 fysieke winkels in Nederland en België. Door middel van de fysieke winkels hoopt het bedrijf zijn 'zichtbaarheid' te vergroten en kunnen klanten de producten bekijken voordat ze iets kopen (INretail, 2019). Hiermee wordt een van de voornaamste bevindingen van Tol (2013) ondersteund dat de fysieke winkel meer een rol krijgt als een showroom. *"Mensen komen naar de winkel om te voelen, te kijken, uit te proberen of om hulp te vragen. We bieden hier een*

klantadviesbureau en lossen hier problemen op”, vertelt directeur Pieter Zwart bij de opening van de vestiging in de hoofdstad. De winkels helpen ook voor de omzet van Coolblue. “*Na elke winkelopening zien we een toename van onze online omzet in de betreffende omgeving.*” Ook Amazon.com zette zijn eerste stappen in de fysieke *retail* wereld en Zalando opende een modezaak in Berlijn en heeft plannen voor een pop-up store in Amsterdam.

Nieuwe toetreders veranderen de marktomstandigheden, tegenwoordig wordt eerst een Nederlandse website geplaatst en bij succes wordt een winkel geopend (Molenaar, 2013). Deze winkels kunnen ondersteunend zijn aan het internetaanbod, maar ook bedoeld zijn om in te spelen om de kansen in de markt. Een voorbeeld hiervan is de in Noord-Frankrijk gevestigde Kiabi, een van oorsprong Frans *retail* organisatie, gericht op de verkoop van kleding en accessoires voor het hele gezin in het middensegment. Alvorens men besluit om toe te treden tot de Nederlandse markt, heeft men een Nederlandse webshop geopend.

Als we Merks (2012) mogen geloven, is nu het moment dat we te maken hebben met een volledig veranderd consumentengedrag. Online en offline zullen steeds meer met elkaar verwerven raken. Maar er is ook nog steeds een toename in online shoppen te verwachten. Deze stelling wordt ondersteund door Molenaar (2013) en tevens geeft hij aan dat winkels anders moeten gaan denken, door opnieuw hun toegevoegde waarde te gaan bepalen en op een andere manier samen te gaan werken met leveranciers en klanten om te overleven. Vaak wordt een webshop als de oplossing gezien door de hedendaagse retailer, maar alleen de grote aanbieders en webwinkels die optimaal gebruik maken van de kansen van internet zullen overleven.

3.3.4 VERLEGDE FOCUS: MEER AANDACHT VOOR WINKELBELEVING

Wetenschappelijke, doorgaans internationale, studies over consumentengedrag en consumentenvoorkeuren zijn talrijk. Bij een beperkt aantal studies ligt de focus echter op de waardering van winkelgebieden. Het (winkel)aanbod en de bereikbaarheid blijken steeds weer de lijst met belangrijkste aspecten van winkelgebieden aan te voeren (Borgers, Kemperman en Janssen, 2013). Maar ook blijken zogenaamde *atmospherics* een rol te spelen. *Atmospherics* (vrij vertaald: ‘sfeerbrengers’) zijn eigenschappen van winkelgebieden die invloed hebben op de sfeer in het winkelgebied (Tauw, 2014). In 2012 concludeerde de NRW taskforce Consumentenbeleving haar studie *Consumentenbeleving in winkelgebieden* dat binnenstedelijke winkelgebieden meer beleving moeten gaan bieden om voor de consument aantrekkelijk te blijven.

Wetenschappers Pine en Gilmore (1999) geven aan dat een beleving zich voordoet wanneer consumenten zodanig geïnvolveerd raken dat ze een blijvende indruk opdoen. Daarmee is feitelijk de kern van het begrip ‘beleving’ gedefinieerd. In het verlengde daarvan stellen Pine en Gilmore nog dat

de gebeurtenis memorabel moet zijn en dat de consument emotioneel, fysiek, intellectueel of zelfs spiritueel moet worden geraakt. Een derde kenmerk is dat het ondergaan en inschatten van deze elementen zeer persoonlijk van aard zijn; belevenissen zijn gebeurtenissen die mensen op een persoonlijke manier aanspreken en bijblijven. De belevenis wordt dus geproduceerd en de beleving wordt geconsumeerd, maar een belevenis krijgt pas waarde als de beleving ook echt betekenis heeft voor de persoon in kwestie, aldus Rodenburg en van Tellingen (2018). Beleving kan per individu sterk verschillen. Juist de persoonlijke ervaring zorgt voor de betekenisgeving. Volgens Pine en Gilmore (1999) moeten producenten (in dit geval de retailer en/of winkelcentra) op zoek naar nieuwe instrumenten om hun marges veilig te stellen; de oplossing ligt volgens hen in het toevoegen van theatraaliteit en entertainment: kopen en consumeren moet een beleving worden. Bedrijven kunnen zich op deze wijze onderscheiden van hun concurrenten.

Het wel of niet aanwezig zijn van belevingselementen wordt steeds vaker genoemd als een belangrijke drager van onderscheidend vermogen van winkelcentra en mogelijke oorzaak van de toenemende leegstand en afnemende bezoekersaantallen (Nozeman et al., 2012). Echter blijkt uit onderzoek van Polman (2013) dat de vastgoedbelegger hier nog achter loopt. Het is aangetoond door Vink (2013) dat voor de economische levensvatbaarheid van winkelcentra het aantrekken van voldoende koopkrachtige consumenten die worden verleid tot het doen van aankopen, essentieel is. Door de toegenomen keuzevrijheid en vraag georiënteerde winkelmarktdynamiek, wordt het belang van consumentenbeleving bij het doen van aankopen steeds belangrijker. Wanneer winkelcentra betekenisvol willen blijven voor bezoekers, en daarmee ook meerwaarde creëren voor de in het centrum actieve ondernemers, moeten zij zichzelf telkens opnieuw uitvinden en vernieuwen. Een winkelgebied zal moeten transformeren van een *'place to buy'* naar een *'place to be'* om aantrekkelijk en interessant te blijven.

Niet alleen winkelcentra, maar ook de winkel zelf moeten inspelen op de zo gewenste belevingseconomie. In de jaren negentig kwamen grote merken met hun eigen zogenaamde *flagshipstores*, te denken valt aan Nike, Asics, Adidas en diverse andere grote sportmerken. Techmerken als Apple, maar ook Samsung en Sony, hebben in de jaren daarna



Figuur 6: Afbeelding klets-kassa (Jumbo, 2019)

vergelijkbare belevingswinkels opgezet. De desbetreffende winkels hebben meer het karakter van een tentoonstellingsruimte dan van een traditionele winkel. Een interessant gegeven bij deze winkels is

het feit dat de verkoop en financiële afwikkeling zoveel als mogelijk buiten het zicht plaats vindt en niet meer op traditionele wijze door middel van een traditionele verkoopbalie. De laatste jaren wordt er ook door automerken gekozen voor een conservatieve manier van verkopen, zoals Tesla. Ook opticiens kiezen er bewust voor om beleving toe te voegen, zoals Ace & Tate (Nederlands) en Warby Parker (Amerikaans). Welke beiden ooit zijn begonnen als online retailer.

3.3.5 MEER AANDACHT VOOR DUURZAAMHEID

Consumenten hechten steeds meer waarde aan maatschappelijk verantwoord ondernemen en duurzaamheid. Van de retailer verwacht men (steeds meer) eerlijkheid, openheid en een bewuste omgang met het milieu. Duurzaamheid zal de manier veranderen waarop retailers zaken doen: bedrijven zullen steeds meer het voortouw moeten nemen op vlak van duurzaamheid. Voedselverspilling en plasticvervuiling zijn onderwerpen die veelvuldig in het nieuws komen en de nieuwe generaties zijn zich hier ook meer dan bewust van. Retailers moeten hun ecologische voetafdruk verkleinen en een positieve bijdrage leveren. Hierdoor worden ze gedwongen om te innoveren.

De consument zelf is een belangrijke speler geworden binnen het speelveld waar *retail* mee te maken heeft. De tweedehandsmarkt wordt groter en groter. De deeleconomie, waarbij consumenten elkaar (eventueel tegen betaling) gebruik laten maken van producten die ze zelf bezitten is nog nihil. De economie groeit sterk door de opkomst van online (deel)platformen. Het aantal consumenten dat participeert in de deeleconomie, inclusief marktplaats.nl, is gestegen van 6% in 2013 naar 22% in 2016. Dit zal invloed hebben op de volumes en bestedingen in de *retail*, aldus het rapport van INretail (2019).

3.3.6 DE INVLOED VAN HET WARENHUIS: VAN V&D NAAR HUDSON'S BAY NAAR...

De traditionele eigenschappen van een warenhuis zijn diversiteit en exclusiviteit, evenals een hoogwaardig serviceniveau en een unieke winkelbeleving, stelt Laarhoven (2017). De winkels moeten grote (luxueuze) gebouwen zijn en het warenhuis moet evenementen organiseren om consumenten aan te trekken. Een warenhuis kan gedefinieerd worden als een grote winkel waarin een breed assortiment aan producten te verkrijgen is, verdeeld over verschillende afdelingen (Laarhoven, 2017). In het afstudeeronderzoek van Laarhoven (2017) is verondersteld dat er zes verschillende afdelingen mogelijk zijn, te weten: Mode, Eten & Drinken, Beauty, Wonen, Elektronica en Actief/outdoor. Elk van deze afdelingen is tevens onder te verdelen in verschillende subafdelingen en services verdeeld over verschillende verdiepingen. Traditionele warenhuizen maakten hedonisch winkelen ("*funshopp*en") mogelijk en voorzagen in een exclusieve winkelervaring die een bepaalde belevingswaarde met zich meebracht. Belevingswaarde heeft altijd een belangrijke rol gespeeld bij warenhuizen. Het belang van belevingswaarde is in de afgelopen tijd aangetoond door het gebrek ervan bij warenhuizen.

Verschillende warenhuisketens legden hier geen focus meer op, met alle gevolgen van dien (Bressers, 2011). Belevingswaarde kan worden onderverdeeld in de belevingswaarde van het winkelgebied waarin het warenhuis zich bevindt en de belevingswaarde van het warenhuis zelf. Om een hoge belevingswaarde te hebben moet een winkelgebied toegankelijk zijn, een juiste mix van functies hebben en een goede sfeer uitstralen. Als een warenhuis wil voorzien in een hoge belevingswaarde, dan moet er rekening worden gehouden met twee verschillende soorten waarden, namelijk: de intrinsieke en de extrinsieke waarde. De intrinsieke waarde wordt bepaald door de mate waarin de consument een winkelbeleving ervaart. De extrinsieke waarde wordt bepaald door de mate waarin de consument erin slaagt zijn/haar winkeldoel te bereiken. Door de service die door een warenhuis wordt geboden, ervaart de consument een complete '*in-store shopping experience*' (Laarhoven, 2017).

Met het oog op de enorme hoeveelheid aan winkelmeters, spelen warenhuizen een vooraanstaande rol binnen het Nederlandse winkelvastgoedlandschap. Gezien de invloed op de winkelvastgoedmarkt is het wegvallen van warenhuisketen V&D en de komst van de Canadese warenhuisketen Hudson's Bay onderwerp van discussie geweest. Na het faillissement van V&D, wat sinds de jaren '80 verlieslijdend zou zijn geweest, zagen de Canadezen hun kans schoon. Het Canadese Hudson's Bay wilde het gat vullen dat V&D achterliet. Het faillissement van V&D zorgde immers voor ruim 350.000m² winkelleegstand (Brouwer en Tool, 2018). Hudson's Bay Company (HBC), opgericht in 1670 als handelsmaatschappij, is een van de oudste bedrijven ter wereld. Het concern telt wereldwijd ruim 480 warenhuizen en meer dan 66.000 werknemers. HBC was al actief in Europa voor de toetreding van de Nederlandse markt: het concern is de eigenaar van de Duitse warenhuisketen Kaufhof en het Belgische Galeria Inno. Tijdens een persconferentie in het Amsterdamse luxehotel The Grand in mei 2016, beloofde CEO Richard Baker dat het assortiment luxer zou worden dan dat van V&D maar wel onder het niveau van de Bijenkorf zou liggen. Tevens zou horecaketten La Place, voorheen ook onderdeel van V&D, mee verhuizen naar Hudson's Bay.

Nadat een overname van de reeds failliet-verklaarde V&D mislukte, kondigde de top van Hudson's Bay alsnog aan op korte termijn tientallen toplocaties te willen openen in Nederland. In een rap tempo werden er tien winkels aan gehuurd op toplocaties in diverse grote steden, kort daarna volgde er nog een zestal. Het totale Bruto Winkel Vloer oppervlakte ('BVO') van Hudson's Bay meet momenteel circa 228.300m², waarvan een groot deel de voormalige winkelruimte van V&D betreft (zie Figuur 7). De andere formule die Hudson's Bay Company gelijktijdig in Nederland introduceerde, Saks off 5th, richt zich op afgeprijsde luxemerken.

Locatie	Retailer	BVO (m2)	Eigenaar
Almere	Hudson's Bay	10.000	Unibail-Rodamco-Westfields
Amersfoort	Hudson's Bay	11.000	ASR vastgoed vermogensbeheer
Amstelveen	Hudson's Bay	20.600	ASR vastgoed vermogensbeheer
Amsterdam	Sax off 5th	5.000	Kroonenberg Groep
Amsterdam	Hudson's Bay	17.000	Zurich Insurance Group
Breda	Hudson's Bay	17.000	Kroonenberg Groep
Den Bosch	Hudson's Bay	9.300	IEF Capital (JV Bouwfonds Investment Management en IEF)
Den Bosch	Hudson's Bay	1.600	CBRE Global Investors
Den Haag	Hudson's Bay	18.500	CBRE Global Investors
Enschede	Hudson's Bay	9.900	Syntus Achmea Real Estate & Finance
Haarlem	Hudson's Bay	17.000	ASR vastgoed vermogensbeheer
Leiden	Hudson's Bay	12.500	ASR vastgoed vermogensbeheer
Maastricht	Hudson's Bay	13.500	CBRE Global Investors
Rotterdam	Hudson's Bay & Saks off 5th	24.000	Allianz
Tilburg	Hudson's Bay	12.500	Wereldhave
Utrecht	Hudson's Bay	16.900	IEFC Berlage
Zwolle	Hudson's Bay	12.000	CBRE Global Investors
		228.300	

Figuur 7: Overzicht Hudson's Bay filialen inclusief vastgoedeigenaar

Bij de ondertekening dachten de vastgoedeigenaren het uitstekend voor elkaar te hebben, Warenhuisketen Hudson's Bay sloot huurcontracten af met looptijden tot wel twintig jaar, vaak in ruil voor een aanzienlijke investeringsbijdrage vanuit de verhuurders. Volgens HBC vergen de Nederlandse warenhuizen €300 miljoen aan investeringen voor de volledige afbouw van de nieuwe warenhuizen. Het grootste deel hiervan kwam van de verhuurders van de panden, die zelf fors bij hebben gedragen aan de renovatie en ontwikkelingskosten. Het Canadese bedrijf had grote ambities in Nederland en maakte daar geen geheim van. Hudson's Bay moest "het warenhuis van de toekomst" worden. Een vaste waarde in de winkelstraat. Voor de eigenaren van inmiddels zestien panden die de warenhuisketen betrof, was de komst van de Canadezen een hele oplichting, nu er ineens een partij was die voor langere tijd hun winkelruimtes wilde huren. Tot circa 2035 hoefden men zich geen zorgen te maken over de huurinkomsten, dachten ze. Ondanks een omzet van €80 miljoen in 2018, leidt het nieuwe Nederlandse warenhuis een miljardenverlies. Ondanks de uitbundige start, is de toekomst van Hudson's Bay onzeker anno 2019. HBC heeft reeds bij een aantal verhuurders de nadrukkelijke wens uitgesproken middels minder vierkante meters een lagere huur te willen bedingen, zodat additionele huurders het pand kunnen betrekken. Ook wordt een mogelijk faillissement van de keten niet uitgesloten met alle gevolgen van dien.

De beste winkelstraten in grote steden hebben lange tijd weinig leegstand gekend, en dus ook geen grote huurdalingsen. Dit maakte A1-winkelvastgoed een relatief veilige haven en daardoor aantrekkelijk voor de vastgoedbelegger. Een flinke investering ging dan ook traditiegetrouw vaak gepaard met een mooi langdurig rendement. Echter zijn ruim tweeënhalf jaar na het faillissement van V&D de gevolgen nog steeds merkbaar in het Nederlandse winkellandschap. Voor meer dan de helft van de gesloten V&D winkels is een definitieve nieuwe huurder gevonden. Een aanzienlijk deel is door Hudson's Bay in gebruik genomen. Vanwege de grote vloeroppervlaktes van de panden lukt het niet in alle gevallen om dit op te vullen met een enkele nieuwe huurder. Derhalve hebben sommige eigenaren de ruimte

gesplitst en succesvol aan meerdere retailers verhuurd. Bij voldoende druk vanuit de woningmarkt wordt ook gekozen voor transformatie naar woonruimte. Ook voor andere functies is gekozen, zo is bijvoorbeeld in Meppel voor een andere opvallende bestemming gekozen, dit pand zal verder gaan als bioscoop. De verder veranderende retailmarkt, met diverse grote faillissementen, en een dreigend faillissement van HBC lijken het speelveld binnen het winkelvastgoedlandschap nog verder te veranderen. Het mogelijk wegvallen van HBC in Nederland zal een substantiële bijdrage gaan leveren aan het reeds bestaande leegstandsproblematiek. Het mogelijk faillissement van het jongste warenhuis in Nederland is exemplarisch voor de dynamiek en problematiek binnen het Nederlandse winkelvastgoedlandschap; niets is zeker. Vooruitlopend op het mogelijk wegvallen van (nog) een groot warenhuis in Nederland, zal in dit onderzoek door middel van een case studie de mogelijke consequenties van het wegvallen van het warenhuis alsmede de aanwendbare strategieën van de winkelvastgoedbelegger worden onderzocht, waarbij de winkelmarkt theorie in acht zal worden genomen.

HOOFDSTUK 4. METHODOLOGISCHE VERANTWOORDING: GESTRUCTUREERDE INTERVIEWS

*“The biggest risk is not taking any risk. In a world that’s changing really quickly,”
the only strategy that is guaranteed to fail is not taking risk”*

[Mark Zuckerberg, American technology entrepreneur and philanthropist, 2017]

Hoofdstuk vier betreft de methodologische verantwoording. Hierin wordt in hoofdstuk 4.1 eerst de keuze voor kwalitatief onderzoek, middels diepte-interviews en een casestudie, beargumenteerd. Door middel van deze interviews met representatieve experts wordt getracht een antwoord te vinden op de onderzoeksvragen. Hoofdstuk 4.2 geeft de opbouw van de desbetreffende onderzoekspopulatie weer. Tot slot wordt in hoofdstuk 4.3 de vragenlijst voor de interviews en casestudie stellingen weergegeven.

4.1 VERANTWOORDING ONDERZOEKSMETHODE

Het empirische onderzoek bestaat uit twee delen en is kwalitatief van aard. Kwalitatief onderzoek is uitermate geschikt om de aard en de context van verschijnselen te bestuderen. Kwalitatief onderzoek is te plaatsen in het domein van explorerend, hypothese (of theorie)vormend onderzoek en is een vorm van interpreterend onderzoek waarbij empirische gegevens op een systematische en controleerbare wijze worden verzameld, geanalyseerd en gerapporteerd. De resultaten van een kwalitatief onderzoek bieden een indicatief beeld van hoe de totale groep over een vraagstuk denkt (Plochg en van Zwieten, 2007). In dit onderzoek wordt zowel gebruik gemaakt van kwalitatieve gestructureerde diepte-interviews alsmede van een specifieke casestudie, waarbij de informatie die uit het veld wordt verkregen de voornaamste databron vormt. Door middel van een inductieve werkwijze zal de verzamelde informatie de basis vormen om tot een specifiek beeld te komen. Inductie op deze wijze vormgegeven is vooral bekend geworden vanuit de gefundeerde theoriebenadering (Evers, 2015).

4.1.1 DIEPTE-INTERVIEW

Volgens Plochg en Van Zwieten (2007) is het interview in kwalitatief onderzoek één van de meest gebruikte methoden voor dataverzameling. In een kwalitatief interview zoekt de onderzoeker binnen het kader van het onderzoeksdoel, aansluiting bij de eigen beleving van de respondent. Om de respondent (‘expert’) zoveel mogelijk de ruimte te geven om in eigen bewoording antwoord op de vragen te geven zal er gebruik worden gemaakt van diepte-interviews. De interviewer past hiertoe diverse gesprekstechnieken toe, zoals het gebruik van topiclijsten (in plaats van vragenlijsten met

voor-gestructureerde antwoorden), het stellen van open vragen, doorvragen en non-verbale technieken (Plochg en Van Zwieten, 2007).

In dit onderzoek zullen diverse beleggers worden geïnterviewd maar ook adviseurs aan het woord komen, omdat beide partijen in directe relatie staan tot het vraagstuk. Alle vragen zijn in de basis voor alle respondenten gelijk en dat maakt het mogelijk de antwoorden van de respondenten met elkaar te vergelijken. Door middel van de diepte-interviews zal er een antwoord worden gezocht op de hoofdvraag van dit onderzoek, op welke manier de vastgoedbelegger in kan spelen op de veranderende winkelvastgoedmarkt in Nederland.

4.1.2 CASESTUDIE

Een casestudie richt zich op een brede probleemstelling. Daardoor blijft het onderzoek open staan voor mogelijke vernieuwende inzichten en levert het veelal diepgaande inzichten op over het fenomeen onder studie. Tevens laten een casestudie veel detail toe dat niet gemakkelijk wordt verkregen door andere onderzoeksmethode. De verzamelde gegevens zijn normaal gesproken een stuk rijker en diepgaander dan via andere experimentele ontwerpen kan worden gevonden.

In het voorliggend onderzoek zal aandacht worden besteedt aan een exemplarisch voorbeeld binnen de Nederlandse winkelvastgoedmarkt, waarbij de (winkel)vastgoedmarkttheorie wordt gekoppeld aan het grootste, meest actuele en zeer representatieve vraagstuk op de Nederlandse winkelmarkt op dit moment: het dreigende faillissement van de Canadese partij, Hudson's Bay (Financieel Dagblad, 2019). De relevantie van deze casus is helder kwantitatief aan te tonen. De totale omvang van de Hudson's Bay portefeuille meet circa 228.000 vierkante meter en is overwegend gevestigd op centrale (A1) locaties in het Nederlandse winkellandschap. Daarbij komt dat een groot aantal van deze panden in het verleden V&D vestigingen zijn geweest en dus qua dynamiek reeds een aantal jaren centraal staan in de negatieve ontwikkelingen die de winkelmarkt teisteren. De casestudie richt zich daarmee op een breed perspectief en is representatief voor een deel van de Nederlandse dynamiek op de winkelmarkt. Het gaat in hierbij om de inschatting van toekomstige ontwikkelingen. Er wordt gebruikgemaakt van de (inter-)subjectiviteit van de deskundigen. De veronderstelling is dat de meningen van deskundigen een meerwaarde hebben boven de beschikbare empirische gegevens (Van Dijk en Landsheer, 2003). Daarbij komt dat de huidige actualiteiten en onzekerheden van deze casus vragen om een meer abstracte benadering. Hierbij is gekozen voor een reeks (prikkelende) stellingen waarop de geselecteerde respondenten kunnen reageren. Dit maakt de uitkomsten meer verkennend van aard dan de gestructureerde interviewvragen die buiten de casus vallen. De casus is daarmee wel tekenend voor de hoge mate van onzekerheid waarmee beleggers op de Nederlandse winkelmarkt van doen hebben.

Na de interviews zal er een duidelijk beeld gevormd zijn van de mogelijke aanwendbare strategieën die, volgens de experts, bijdragen aan een het waard behoud van het Nederlandse winkelvastgoed voor de belegger. Daarnaast kan de casestudie helpen om bestaande ideeën uit eerder onderzoek te herzien en nieuwe hypothesen te produceren die met vervolgonderzoek kunnen worden getoetst.

4.2 ONDERZOEKSPOPULATIE

Bij het samenstellen van de onderzoekspopulatie is getracht een representatief deel van de beleggers actief in de Nederlandse winkelvastgoedmarkt te selecteren. Tevens is bewust gekozen voor een variëteit in de onderzoekspopulatie, zo zijn zowel (inter-)nationale beursgenoteerde partijen, maar ook grote private beleggers aan het woord gekomen. De criteria voor selectie van de onderzoekspopulatie zijn:

1. *Momenteel actief als belegger op de Nederlandse winkelvastgoedmarkt* – dit garandeert dat partijen bekend zijn met de actuele marktomstandigheden in Nederland;
2. *Alle geselecteerde beleggers zijn in hun categorie, internationaal opererende institutionele beleggers, nationaal opererende institutionele beleggers, dan wel nationaal opererende particuliere beleggers tot de top-10 beleggers behoren in Nederland* – hiermee zijn de geïnterviewden relevant en representatief;
3. *Omvang van de commerciële portefeuille bedraagt minimaal €1 miljard* – geselecteerde partijen hebben een bepaald minimum volume zodat zij voldoende professioneel en ervaren worden geacht;
4. *De geïnterviewde respondenten moeten op strategisch niveau betrokken zijn bij het beleid van de vastgoedorganisatie* – om representatieve uitspraken te kunnen doen met de respondenten voldoende inzicht hebben in het strategisch beleid en bijbehorende operationele doelstellingen;
5. *Naast beleggers, zijn ook een aantal adviserende partijen geïnterviewd, te weten een (winkel)vastgoedontwikkelaar en winkelvastgoedmakelaar* – om het onderzoek in een breder perspectief te verplaatsen en zijn direct betrokken adviseurs toegevoegd aan onderliggend onderzoek. Het betreft nationaal opererende adviseurs wiens klantenbestand primair bestaat uit top-10 winkelvastgoedbeleggers in Nederland.

In het totaal zijn zeven partijen benaderd om deel te nemen aan de interviews. Het gaat dan om een vijftal beleggers en een tweetal adviseurs. Alle benaderde partijen zijn bereid geweest om daadwerkelijk deel te nemen aan onderhavig onderzoek. Alle geïnterviewden zijn man en tussen de 34 en 50 jaar oud en overwegend hoger opgeleid.

4.3 ONDERZOEKSVRAGEN & CASESTUDIE STELLINGEN

Op grond van het literatuuronderzoek zijn de volgende zestien onderzoeksvragen geformuleerd. Daarbij is de structuur en theoretische opbouw aangehouden uit hoofdstuk 2 en hoofdstuk 3. Met betrekking tot de casestudie is gebruik gemaakt van actuele stellingen uit de media, waarbij de vastgoedexpert worden gevraagd om te reageren op tien reeds gepubliceerde opvattingen.

I. Risico versus Rendement

- Onderzoeksvraag 1 Wat is de beleggingshorizon van een winkelvastgoedbelegger?
- Onderzoeksvraag 2 Hoe wordt het rendement gemeten in de winkelvastgoedmarkt? Wat is het huidige rendement dat wordt gemaakt in de winkelvastgoedmarkt?
- Onderzoeksvraag 3 Is de rendementseis op winkelvastgoed gestegen in de afgelopen jaren?
- Onderzoeksvraag 4 Moet de winkelvastgoedbelegger actief met zijn portefeuille bezig zijn en actief inspelen op de dynamiek van de vastgoedmarkt?
- Onderzoeksvraag 5 Hoe verhoudt het risicoprofiel van winkelvastgoed zich in vergelijking met andere (kortere termijn) asset classes, zoals aandelen?

II. Beleggingscategorie

- Onderzoeksvraag 6 Welk winkelgebiedstype biedt het beste perspectief voor de vastgoedbelegger?
- Onderzoeksvraag 7 Welk winkelgebiedstype biedt het slechte perspectief voor de vastgoedbelegger?
- Onderzoeksvraag 8 Welke trends binnen de retailmarkt zullen aanmerkelijke consequenties hebben voor de winkelvastgoedeigenaar?

III. “Stick to the core”

- Onderzoeksvraag 9 Leidt specialisatie in een bepaald vastgoedtype en branche tot het beste rendement?
- Onderzoeksvraag 10 Leidt actief vastgoedmanagement tot een beter rendement, met een lager risico, voor de winkelvastgoedbelegger?
- Onderzoeksvraag 11 Maakt het verschil of de beleggingsorganisatie het beheer zelf (intern) uitvoert of (gedeeltelijk) uitbesteed aan externe partijen, met het oog op het rendement en bijbehorend risico?

IV. “Don’t put all your eggs in one basket”

Onderzoeksvraag 12 Kan een winkelvastgoedbelegger zijn rendement verbeteren en risico reduceren door middel van het toevoegen van *mixed-use* binnen zijn bestaande vastgoedportefeuille?

V. “Time for change”

Onderzoeksvraag 13 Is de huidige rendementseis van winkelvastgoedbeleggers te hoog om het winkelvastgoed te kunnen herbestemmen en/of te transformeren?

Onderzoeksvraag 14 Nemen winkelvastgoedbeleggers genoegen met een minder rendement als deze voldoet aan de duurzaamheids- en/of sociale doelstelling dan wel een andere ideële doelstelling van de belegger?

Onderzoeksvraag 15 Welke factoren beïnvloeden de transacties met betrekking tot winkelvastgoed in Nederland op dit moment?

Onderzoeksvraag 16 Wat moeten we met de circa 30mio m2 aan winkelvastgoed in Nederland?

Casestudie: Wat zijn de consequenties en mogelijkheden bij een faillissement van Hudson’s Bay?

Stelling 1 *“Hudson’s Bay heeft een veelbelovende propositie die bij de opening niet wordt waargemaakt. ‘Het warenhuis van de toekomst’”*

NRC, 13/06/2019

Stelling 2 *“Het einde is alweer in zicht voor warenhuisketen van Hudson’s Bay”*

Volkscrant, 12/04/2019

Stelling 3 *“Vastgoedeigenaren hebben ook schuld aan drama Hudson’s Bay”*

Vastgoed Journaal, 13/06/2019

Stelling 4 *“Het tij valt nog te keren voor Hudson’s Bay: De top moet in gesprek met de vastgoedeigenaar”*

Rupert Parker Brady, Retailexpert, 17/04/2019 .

Stelling 5 *“Stoppen met Hudson's Bay is onwaarschijnlijk grote kapitaalvernietiging”*

Ronald van Zetten, Ondernemer, 12/04/2019

Stelling 6 *“Die Hudson’s Bay aan het Rokin kun je dichtspijkeren. Krijg je nooit meer verhuurd. Welke grote huurder heb je nog die daar in kan? Die zijn er niet. De locatie is ook verkeerd.”*

Ronny Rosenbaum, Ondernemer, 19/06/2019

Stelling 7

“De ervaring leert dat veel winkelende klanten een kelder, parterre en hooguit de eerste etage genoeg vinden.”

Rupert Parker Brady, Retailexpert, 17/04/2019

Stelling 8

“Als Hudson's Bay ten onder gaat, dan zal het lastig zijn om voor alle vierkante meters een huurder uit de retailsector te vinden”

Kitty Koelemeijer, Hoogleraar Marketing & Retailing, 11/06/2019

Stelling 9

“Er zit niets anders op dan de benedenverdieping te verhuren en van de verdiepingen daarboven appartementen te maken”

Paul Moers, winkelexpert, 11/06/2019

Stelling 10

“Winkels, maar ook kantoren en hotels moeten in panden Hudson's Bay”

RTL Z, 11/06/2019

HOOFDSTUK 5. EMPIRIE: STRATEGIE IN BEELD

*“Learning is not attained by chance,
it must be sought for with ardor and attended to with diligence”*
[Abigail Adams, 2nd First Lady of the United States of America, 1797-1818]

Hoofdstuk vijf betreft het praktijkgedeelte van dit onderzoek. Allereerst zullen in paragraaf 5.1.1 de resultaten van de diepte-interviews worden weergegeven. Vervolgens wordt in paragraaf 5.1.2 de reactie op de casestudie stellingen samenvattend opgesomd.

5.1 RESULTATEN INTERVIEWS

Het eerste deel van de vragenlijst is er primair op gericht om inzicht te verkrijgen in de relatie tussen risico en rendement met betrekking tot winkelvastgoed gebaseerd op de ervaring of verwachting van de geïnterviewde. Tevens wordt de houding inzake diverse operationele en strategische inzichten bevraagd om inzichtelijk te krijgen welk *business model* wordt uitgeoefend door de belegger en waarom men hiervoor kiest, of zou moeten kiezen. Deel twee van de vragenlijst is gebaseerd op een tiental actuele stellingen uit de media, waarbij de problematiek rondom het Nederlandse warenhuis Hudson’s Bay aan het licht wordt gebracht en via deze weg inzicht wordt gekregen in deze actuele situatie, waarbij zowel het ontstaan van deze problematische situatie wordt besproken alsmede naar een mogelijke oplossing wordt gezocht. In de uitwerking wordt, naast een beknopt antwoord, ook een toelichting gegeven wanneer de vraagstelling extra uitleg behoeft.

5.1.1 RESULTATEN VRAGENLIJST

I. RISICO VERSUS RENDEMENT

1. Vraag: Wat is de actuele beleggingshorizon van een belegger in winkelvastgoed?

Toelichting: Investeren in vastgoed wordt relatief minder risicovol indien voor een langere periode geïnvesteerd wordt, doordat vastgoedrendementen onderhevig zijn aan ‘*mean reversion*’. Dit betekent dat de rendement van (winkel)vastgoed op de lange termijn naar het gemiddelde tenderen. Hierdoor worden lange termijnbeleggingen relatief minder risicovol dan beleggingen op korte termijn.

Resultaten: Onderhavig onderzoek bevestigt dat zowel private en institutionele beleggers in Nederland een lange termijn perspectief hebben van doorgaans >10 jaar, zonder specifieke einddatum, waarbij er wel wordt gekeken naar het verversen van de portefeuille. De beleggingshorizon van de ondervraagde beleggers is niet veranderd in de loop der jaren.

Wel wordt aangegeven dat de winkelvastgoedmarkt ook een markt is geworden voor ‘*private equity*’ partijen, welke een “*buy it-fix it-sell it strategie*” hanteren. Aan het einde van een gedefinieerd business plan (vaak 3, 5 of 7 jaar) moet de asset verkocht worden en de vooraf gestelde rendementseis ofwel ‘exit’ behaald moet zijn.

2. Vraag: Hoe wordt het rendement gemeten in de winkelvastgoedmarkt? En wat is het huidige rendement dat wordt gemaakt in de winkelvastgoedmarkt?

Toelichting: Volgens Markowitz (1952) moeten beleggers het verwachte rendement als een wenselijk resultaat van een belegging zien en het risico (de volatiliteit of variantie) van het rendement als een onwenselijke uitkomst. Zoals reeds opgemerkt in de literatuur, is het inschatten van risico’s een strategisch vraagstuk waar vastgoedbeleggers hun eigen invulling aan geven.

Resultaten: Aan de hand van de interviews wordt de theoretische veronderstelling bevestigd dat er geen eenduidig antwoord op deze vraag voorhanden is. Het is noemenswaardig dat alle geïnterviewden een andere definitie van ‘rendement’ hanteren. De beursgenoteerde beleggers spreken van dividendrendement; het rendement dat op aandelen uitgekeerde dividend opbrengt en wordt berekend door de waarde van het totale jaarlijkse dividend te delen door de huidige koers van het aandeel. In tegenstelling geeft de private belegger aan überhaupt geen rendementseis te hanteren, maar bij een potentiële investering te kijken of het ‘*goed vastgoed*’ is dat op lange termijn verdedigbaar is en of er kwalitatieve potentie in het vastgoed zit. Kan men bijvoorbeeld de huurprijs herzien, uitbreiden of herontwikkelen en daarmee voldoende waarde toevoegen aan de portefeuille, zonder dat de term ‘waarde’ is gedefinieerd. Het antwoord van de particuliere belegger wekt het vermoeden dat er sprake zou kunnen zijn van ‘*overconfidence*’, waarbij men de neiging heeft om rekenkundige modellen en statistieken te negeren omdat men simpelweg denkt het zelf beter te weten.

Daarnaast komt uit alle interviews duidelijk naar voren dat de locatie van het winkelvastgoed primair het rendement bepaald, ‘de potentiële winst in relatie tot het risico’. Een interessant gegeven is dat hierbij in eerste instantie niet het ‘type winkelvastgoed’ wordt aangehaald. Uit de diverse interviews komen de volgende Bruto Aanvangsrendementen en Yields naar voren (Figuur 8).

Locatie	Yield	BAR
A1-topsteden		3% - 6%
Amsterdam	26	
- PC Hooftstraat	30	
- Kalverstraat	27	
Den Haag/Utrecht/Leiden/Rotterdam	24	
Zwolle/Groningen	19	
Wijkwinkelcentra*		6% - 7,5%
* Gedefinieerd als een centrum met 2 middelgrote supermarkten en een aantal gerelateerde (vers-)winkels		

Figuur 8: Rendementen winkelvastgoed volgens respondenten in 2019

In relatie tot het rendement wordt ook in alle interviews het toenemende risico benadrukt. Anders dan bij rendement, wordt in relatie tot het risico, wel de specifieke branche als bepaalde factor van het risico genoemd. Bij (solitaire) supermarkten vindt men het risico beperkt; internetboodschappen zit slechts aan een paar procent en men verwacht dat de impact van internet beperkt zal zijn in de toekomst. Bij mode, op alle locaties, is dat risico echter enorm aanwezig. Het feit dat in de Kalverstraat of Koopgoot winkelpanden leegstaan, of onderhands worden aangeboden onder de huidige huurniveaus, geeft aan de situatie aan het veranderen is. Al kan men niet spreken van 'koopjes' op een A1-locatie, zoals op de kalverstraat.

Naast de specifieke branche wordt ook het toenemende belang van een goede relatie met de retailer aangehaald. Het veranderende risicoprofiel met het oog op retailers wordt versterkt door het probleem dat beleggers, en met name pensioenfondsen, de taal van de hedendaagse retailer niet spreken, aldus de adviseur. Een belegger moet begrijpen welke risico's een retailer neemt, hoe de retailmarkt werkt, wat deze partij moet doen om de huur te kunnen betalen en de verhuurder moet in kunnen spelen op deze 'huurmarkt'. Particuliere beleggers hebben dit probleem niet, want deze partijen begrijpen de retailer, aldus de adviseur. Samenwerking met retailer wordt dan ook in toenemende mate belangrijker, in de vorm van flexibele contracten en omzethuur. Door omzethuur krijgt de belegger ook weer feedback en kan hier volgens op inspelen en intern bepalen of iets een goede belegging is. De hele markt moet hier op inspelen en taxateurs nemen deze nieuwe contractvormen al in overweging. De beursgenoteerde belegger onderkend deze nieuwe ontwikkeling en benadrukt dat het steeds belangrijker wordt dat de verhuurder dezelfde taal spreekt als de huurder en deze partijen een duurzame, lange termijn relatie opbouwen. De private belegger is het hier deels mee eens en geeft aan dat het goed is om te monitoren hoe een huurder presteert; *“dat zie je bijvoorbeeld aan betalingsgedrag, maar wij zijn niet de partij die die huurder gaat redden. In die zin staan wij weer verder af van menig andere partij; wij creëren goede randvoorwaarden; dat de winkel,*

het casco en het winkelcentrum kwalitatief goed zijn en als er problemen zijn, dan herstellen wij het, maar de rest moet de huurder zelf doen. Ondernemen moet de huurder zelf doen!"

Een ander noemenswaardige bevinding komt van een adviseur. Deze adviseur geeft aan dat probleem met een institutionele beursgenoteerde belegger is dat het indirecte resultaat wordt meegenomen en dat hier te zwaar naar wordt gekeken en gehandeld. *"Een groot gedeelte van dit resultaat is lucht. Deze partijen zouden juist altijd moeten kijken naar het directe resultaat. Dat is het enige dat telt. Je moet het tegen historische kostprijs noteren: Wat heb je voor het vastgoed betaald? Bij een renovatie plus je dat bij de kostprijs op en verder helemaal niets. De commerciële waarde moet vervolgens met enige regelmaat bekeken worden, maar daar moet je vervolgens niets mee doen"*, aldus de adviseur. De particuliere belegger bevestigt dit en geeft aan dat het enkel gaat om de directe waarde, de huurinkomsten, en zeer zeker niet om het indirecte resultaat. De beursgenoteerde belegger is het hier deels mee eens en geeft aan dat de waarde van het vastgoed voor een deel afhankelijk is van de marktontwikkelingen. Op dit moment speelt 'retail' een drukkende waarde op het aandeel en is niet afhankelijk van de resultaten van het desbetreffende bedrijf. Daarom wordt de CEO primair afgerekend op de 'Net Rental Income' en wordt de waarde van het vastgoed niet direct in ogenschouw genomen omdat dit een marktontwikkeling is en een CEO of bedrijf hier geen directe invloed op heeft.

3. Vraag: Is de rendementseis op winkelvastgoed gestegen in de afgelopen jaren?

Resultaten: In relatie tot het risico van het winkelvastgoed in de huidige markt is men het er in principe over eens dat het rendement dat beleggers, maar ook taxateurs momenteel opschrijven veel te laag is en met name de adviseurs zijn van mening dat er meer juist meer rendement gemaakt zou moeten worden. Een beleggingswoning maakt op dit moment in hartje centrum hetzelfde rendement als een winkel in het centrum, maar een winkelpand op de Kalverstraat is veel minder werk en daarnaast is het risico profiel niet vergelijkbaar. Op dit moment, is het risico (van leegstand) verslechterd en hier zou een compensatie tegenover moeten staan geeft de adviseur aan.

Daarnaast reageert de beursgenoteerde belegger resoluut dat de rendementseis van de aandeelhouder juist te hoog is met betrekking tot het dividendrendement, wat momenteel ver boven de 7% uitschiet. Met het oog op de operationele resultaten is het 'gegarandeerde rendement' onrealistisch hoog. Lange termijn waarde creëren voor de aandeelhouder kan enkel wanneer het winkelgebied wordt geoptimaliseerd, maar hiervoor is continue investeren noodzakelijk. Doordat een (te) groot deel van de winst moet worden uitgekeerd aan de aandeelhouder, blijft er (te) weinig over om te herinvesteren in de winkelcentra en kunnen de

investeringen niet worden gedaan die noodzakelijk zijn om de winkelcentra aantrekkelijk te maken en te houden.

4. Vraag: Moet de winkelvastgoedbelegger actief met zijn portefeuille bezig zijn actief inspelen op de dynamiek van de vastgoedmarkt?

Toelichting: Uit vorig onderzoek blijkt dat actief portefeuillebeheer een significant positieve invloed heeft op de resultaten van een vastgoedfonds en dat actief beheer zinvol is.

Resultaten: Alle respondenten geven unaniem aan dat het zeer belangrijk is om kwalitatief en actief met een portefeuille bezig te zijn. Hierbij dienen in de eerste plaats de bedrijfsdoelstellingen en -strategie in acht te worden genomen en hier moet actief naar worden gehandeld. Tevens dient een winkelvastgoedbelegger de actuele marktontwikkelingen in ogenschouw te nemen. In het bijzonder zijn het de adviseurs die van mening zijn dat dit bij veel partijen niet of onvoldoende gebeurt. Als concreet voorbeeld wordt het pensioenfonds aangehaald, waar men te weinig actief inspeelt op de ontwikkelingen in de markt, aldus de adviseur.

Zowel de beursgenoteerde als de private belegger geven nadrukkelijk aan dagelijks bezig te zijn met de portefeuillesamenstelling en de mogelijkheden in de portefeuille. Allereerst door middel van een periodieke taxatie en een frequente controle op de huurprijsniveaus en bijbehorende contracten waarbij na wordt gegaan of de huurprijs te herzien is. Daarnaast wordt actief onderzocht of huurders kunnen worden gerelocerd en op deze manier overeenkomsten met andere partijen aan kunnen worden gegaan waardoor een opwaartse huurprijs kan worden gerealiseerd en/of de kwaliteit van de *retail mix* kan worden verbeterd. De beursgenoteerde belegger vult daarop aan dat een (beursgenoteerd) bedrijf zijn strategie ieder jaar opnieuw zou moeten herzien, wat consequenties kan hebben voor de samenstelling van de portefeuille. Vastgoed is in vergelijking met vroeger waarbij alle stenen goed waren, veel meer een vak geworden waarbij '*financial engineering*' de sleutel is tot succes, aldus de beursgenoteerde belegger.

5. Vraag: Hoe verhoudt het risicoprofiel van winkelvastgoed zich in vergelijking met andere korte(re) termijn asset classes, zoals aandelen?

Resultaten: Breed gezien wordt het risico van winkelvastgoed lager ingeschat dan bijvoorbeeld aandelen, zowel op de korte als op de lange termijn. Bij vastgoed is de kans om alles binnen 5 jaar te verliezen immers nihil, iets wat bij een *tech-startup* aandeel wel degelijk aanwezig. Tevens zijn aandelen niets anders dan een stukje papier. Vastgoed is tastbaar, je hebt de

stenen en dus ook de onderliggende waarde. Ook heeft vastgoed een groot indexatie voordeel, waardoor de waarde doorgaans groeit in tegenstelling tot een aandeel, waarbij deze groei niet vanzelfsprekend is. Tevens bevindt winkelvastgoed zich vaak in de kern van een stad, deze stenen hebben en houden altijd een waarde. Men zegt bewust 'vastgoed', want 'retail vastgoed' wordt wel degelijk als de meest risicovolle categorie gezien binnen het vastgoed op dit moment.

II. BELEGGINGSCATEGORIE

6. Vraag: Welk winkelgebiedstype biedt het beste perspectief voor de vastgoedbelegger?

Resultaten: Het merendeel van de geïnterviewden geeft aan dat wederom de locatie van het winkelvastgoed het perspectief bepaald en niet de categorie of specifiek type van het winkelvastgoed. In het bijzonder daar waar eventuele alternatieve aanwendbaarheid positieve grondwaardes met zich mee brengt. Als voorbeeld wordt veelvuldig de Hudson's Bay te Amsterdam genoemd; de waarde van deze plek, met het oog op alternatieve aanwendbaarheid zoals naar kantoren, is vele malen hoger dan de huidige waarde, in de vorm van de huurprijs, die het warenhuis momenteel betaald. *"Met een klein beetje additioneel investeren gaat de huur zo 1,5x omhoog"*, zegt de adviseur. Op heel veel andere plekken is deze alternatieve aanwendbaarheid van de vloeren veel lager. *"Als je vastgoed in bezit hebt in die steden waarbij alternatieve functies (wonen, hotel, kantoren) meer waarde heeft dan de transformatie kosten, dan heb je en houd je altijd waarde. Dat heb je bijvoorbeeld in Den Haag, Rotterdam, Amsterdam, maar niet in Capelle of Purmerend"* benadrukt een andere adviseur.

Daarnaast valt het op dat twee winkelvastgoedtype structureel in alle interviews worden genoemd worden, wanneer men een duurzaam winkelvastgoedtype moet aanwijzen, te weten:

- Winkelvastgoed op A1-locaties; de 'flagshipstores'. Opmerkelijk is dat in ieder interview de Kalverstraat als specifiek voorbeeld wordt gebruikt.
- Winkels en (wijk)winkelcentra gericht op de dagelijkse boodschappen en gemak, met een verzorgingsgebied van >100.000 inwoners:
 - ⇒ Enerzijds solitaire supermarkten. De adviseur geeft aan dat er momenteel mogelijk iets te veel van deze solitaire supermarkten zijn, maar wanneer er in de juiste wordt geïnvesteerd is er niets aan de hand. Een goed voorbeeld hiervan is de Albert Heijn op de Stadionkade in Amsterdam. Tevens verwacht men dat solitaire supermarkten langer blijven bestaan in de randen van Nederland dan in de Randstad, vanwege het logistieke model van

internetboodschappen. De bezorging is niet rendabel te krijgen in dunbevolkte gebieden.

⇒ Anderzijds de middelgrote wijkwinkelcentra, inclusief twee complementaire supermarkten en diverse aanverwante winkels. Deze centra zouden resident zijn voor het internet wanneer dit medium schaal gaat krijgen, omwille van hun beperkte omvang, mits er geen XL-formules zijn of het winkelgebied uit te veel winkels bestaat.

7. Vraag: Welk winkelgebiedstype biedt het slechte perspectief voor de vastgoedbelegger?

Resultaten: Conform de resultaten met betrekking tot het beste perspectief, bepaald ook hier voornamelijk de locatie het voortbestaan en rendement van het winkelvastgoed volgens alle respondenten. In relatief kleine plaatsen, met een beperkt verzorgingsgebied, onderscheidend vermogen en aantrekkingskracht en voornamelijk kleine winkeltjes, zal het winkelvastgoed verdwijnen. De Spar in een dorpje in Friesland is verdwenen en inmiddels heeft de Albert Heijn in Sneek deze functie overgenomen. De verwachting is dat in de opwaartse lijn het winkelvastgoed verdwijnt, totdat vraag en aanbod elkaar weer vinden. Ook 'Stop & Go' winkelcentra worden genoemd, te weten: Woensel, Schalkwijk, Vlaardingen. *"Gebieden zonder karakter of signatuur. Waarom zou je een H&M openen in Woensel, als je dat ook in Eindhoven zou kunnen doen? Mensen die in Woensel winkelen zullen in de toekomst hun spullen op internet gaan kopen, want deze mensen vinden winkelen gewoon niet leuk, daarom gaan ze naar zo'n Stop & Go", aldus de adviseur.*

Daarnaast wordt ook in het merendeel van de interviews 'The Mall of The Netherlands' in Leidschendam-Voorburg, ontwikkeld door Unibail-Rodamco-Westfields, genoemd als uitdagend winkelgebied. Ook is het opmerkelijk dat bij deze vraag wederom alle respondenten aangeven de grootse uitdaging te zien in de locatie van Het nieuwe winkelcentrum. *"Je gaat een winkelpaleis bouwen, midden in een woonwijk, dus als het een succes wordt, kun je er niet komen! Het is een mooi gebouw, daar kun je niets van zeggen, stijlvol ook, maar vervolgens zie je daar een Zara, OtherStories, H&M, The Sting, etc, etc, maar iedere vorm van onderscheidend vermogen ontbreekt. Als wij echt behoefte hadden aan een droogloop, dan waren alle winkelstraten en historische winkelsteden inmiddels overdekt of verdwenen."* Anderzijds geeft de concurrent belegger aan dat er zeker geen plek is voor tien van dergelijke centra in Nederland, maar voor een plek waar winkelen en *leisure* samen komt, en alles goed geregeld is, is wel ruimte, als is deze ruimte zeer beperkt. Deze opvatting wordt ondersteund door de eigenaar van deze unieke winkelvastgoedontwikkeling: *"door het creëren van een*

ontmoetingsplek krijgt het winkelcentrum een andere functie. Retail is en blijft de drager, maar op een andere manier met onder andere iconische flagshipstores. Door de urbanisatie is de binnenstad te klein als enige ontmoetingsplek en wij faciliteren deze nieuwe locatie ‘een tweede binnenstad.’”

8. Vraag: Welke trends binnen de retailmarkt zullen aanmerkelijke consequenties hebben voor de winkelvastgoedeigenaar?

Resultaten: De antwoorden van de open vraag zijn gebundeld en verwerkt in figuur 9.

Trends in Retail	Genoemd*	Opmerking
1.) Urbanisatie & Vergrijzing	3	De bevolkingsgroei en vergrijzing zijn beide eenmaal aangehaald in een interview
2.) Wijzigingen in bestedingspatroon	0	Niet genoemd
3.) Digitalisatie	7	Impact van het internet wordt in alle interviews benoemd als meest belangrijke trend
4.) Belang winkelbeleving	4	Alle beleggers halen het belang van <i>beleving</i> aan
5.) Duurzaamheid	3	De invloed van de circulaire economie wordt genoemd, o.a. marktplaats, leen-/huurmarkt. Ook de negatieve impact van internet winkelen wordt aangehaald (bijv. bezorging en verpakking)
	* N=7	

Figuur 9: Meest invloedrijke trends binnen de retailmarkt volgens respondenten

Uit de interviews mag worden geconcludeerd dat zowel de vastgoedeigenaar als de adviseur vinden dat de retailmarkt enorm in beweging is en dat de ontwikkelingen in deze markt voor verandering in het winkellandschap zullen gaan zorgen. Men is unaniem van mening dat het internet de grootste invloed heeft op het winkelvastgoed, waarbij de relatie tussen het internet en de toenemende focus op duurzaamheid wordt benadrukt. *“De impact van online shoppen op het milieu is rampzalig; we moeten de Hemcentrale sluiten maar men blijft wel grote kartonnen dozen spullen bestellen en terugsturen”*, aldus een adviseur.

Daarnaast wordt het belang van *commercial partnerships* (*‘specialty leasing’*) aangehaald door de beursgenoteerde belegger. Merken hebben regelmatig een (tijdelijk) platform nodig om zich te laten zien en winkelcentra zijn daar een perfecte locatie voor, omwille van het feit dat het veel mensen samenbrengt.

III. “STICK TO THE CORE”

9. Vraag: Leidt specialisatie in een bepaald vastgoedtype en/of branche tot het beste rendement?

Toelichting: Markowich (1952) stelt dat de belangrijkste manier om dit risico te minimaliseren is om sectorale en geografische spreidingen aan te brengen in de portefeuille. Deze spreiding kan zowel in de breedte als in de diepte gaan: met verschillende vastgoedmarkten, verschillende soorten onroerend goed, over verschillende objecten (klein, groot, nieuw, oud, *single-tenant*, *multi-tenant*) over verschillende eigendomssituaties (wel of geen erfpacht) over

huurders uit verschillende sectoren, over verschillende contractlooptijden, enzovoort (Van Gool et.al., 2007).

Resultaten: Hierbij maakt men in de antwoorden duidelijk onderscheidt tussen een private persoon en institutionele belegger, zoals een pensioenfonds. In het laatste geval zouden dergelijke partijen het risico moeten spreiden en het vermogen moet verdelen onder verschillende mogelijkheden en asset classes. Op deze manier kan geen voordeel worden behaald uit synergie binnen de portefeuille, waaronder wordt verstaan het schaalvoordeel van het feit dat men meer heeft van hetzelfde (bijvoorbeeld, alleen maar panden in Amsterdam of A1-winkellocaties). Gezien het feit dat deze partijen doorgaans passief omgaan met de portefeuille is het echter beter om in te zetten op risicospreiding en in te diversifiëren in locatie, winkelvastgoedtype en/of asset classes.

De (beursgenoteerde) belegger kan wel rendement optimaliseren door zich te focussen en synergie te behalen uit een gespecialiseerde beleggingsstrategie, mits deze belegger actief handelt. *“Een ziekenhuis kent ook verschillende afdelingen; een cardioloog is geen neuroloog. Juist door deze specialisaties kunnen de beste resultaten bepaald worden, doordat men de kennis bezit. In een het winkelvastgoed is dit niet anders. Kennis, maar ook relaties, zijn erg belangrijk en door hier actief gebruik van te maken, kan men zich onderscheiden en het resultaat optimaliseren”*, aldus de belegger. Doordat men de markt, en de partijen op de markt kent, kan men zich onderscheiden. Vervolgens kan de aandeelhouder, welke investeert in de desbetreffende belegger, spreiding aanbrengen door verschillende aandelen te kopen. Ook de private belegger geeft nadrukkelijk aan dat de voorkeur uitgaat naar specialisatie, primair op basis van locatie. De omvang van vastgoedportefeuille van de particuliere belegger bedraagt €2,3 miljard en bestaat voor >75% uit winkelvastgoed waarvan ruim 50% van de portefeuille zich in Amsterdam bevindt. Belangrijke opmerking is dat deze vastgoedeigenaar zichzelf meer als vastgoedondernemer ziet in plaats van vastgoedbelegger. Naast winkels en winkelcentra heeft deze ondernemer ook woningen en kantoren in eigendom, maar wederom voornamelijk (en bij voorkeur) in Amsterdam. Er wordt dus wel gediversifieerd binnen de portefeuille, maar in selectieve mate.

10. Vraag: Leidt actief vastgoedmanagement tot een beter rendement, met een lager risico, voor de winkelvastgoedbelegger?

Toelichting: De theorie leert dat de aanwezigheid of omvang van vreemd vermogen, projectontwikkelingsactiviteiten, totaalrendement en actief asset management of anderszins waarde creërende activiteiten een grote rol speelt in het beleggingsprofiel en aanverwant

risicoprofiel. Daarnaast kan een vastgoedorganisatie zich onderscheiden van haar concurrenten doordat zij haar belangrijkste doelgroepen beter en winstgevender kan bedienen (Zook & Allen, 2011). Volgens Bernardi en Smeets (2010) hebben zowel actief alsook passief beheer voor- en nadelen, en tot dusver is er geen consensus bereikt betreffende de optimale vorm van beheer.

Resultaten: Er is sprake van een eenduidig antwoord: actief vastgoedmanagement leidt altijd tot het optimale rendement met het minste risico, mits het management correct en met zorg wordt uitgevoerd, volgens alle respondenten. Zeker met het oog op winkelcentra kan men zich enkel onderscheiden als het beter is dan de locatie van de concurrent en er een plek gecreëerd wordt waar mensen graag naar toe willen komen en willen zijn. Opmerkelijk is dat in alle interviews het woord 'beleving' valt. De particuliere vastgoedondernemer benadrukt vol in te zetten op kwaliteit en beleving, middels een *retail* benadering. Mensen willen graag verblijven in een prettige omgeving en dat vertaalt zich ook in de kantoren en woningen binnen onze portefeuille. Ook kunnen ontwikkelingen in de directe en indirecte omgeving eerder worden opgepikt, waardoor er sneller actie kan worden ondernomen. De beursgenoteerde belegger is het hier volmondig mee eens.

11. Vraag: Maakt het verschil of de beleggingsorganisatie het beheer zelf (intern) uitvoert of (gedeeltelijk) uitbesteed aan externe partijen, met het oog op het rendement en bijbehorend risico?

Toelichting: In het kader van efficiëntie en focus op kernactiviteiten, kiezen beleggingsinstellingen in Nederland tegenwoordig ook steeds vaker voor het uitbesteden van deze werkzaamheden (Jansen, 2016). De reden hiervoor zijn voornamelijk terug te leiden naar kosten en kennis. Anderzijds is een duidelijke trend zichtbaar waarin diverse (beursgenoteerde) beleggers in de afgelopen jaren bezig geweest met de ontwikkeling van kwaliteitsprogramma's om zo meer grip op de kwaliteit van het winkelvastgoed te krijgen.

Resultaten: In lijn met het antwoord op vraag 10, zijn ook alle geïnterviewden het unaniem eens dat het intern uitvoeren van het vastgoedmanagement leidt tot de beste resultaten met het minste risico. In het bijzonder bij grote(re) winkelcentra is het zelf uitvoeren van de vastgoedmanagementtaken van bijzonder belang, om controle te houden en de kwaliteit te bewaken. Bij assetmanagement, zoals marketing en verhuur, is het belangrijk dat de belegger zelf aan de bal is, dat is anders bij de technische operatie (bijv. een lamp vervangen). Het property management gedeelte kan de belegger wel goed uitbesteden. Dat geldt ook bij de ontwikkeling. *“Ook bij ontwikkeling moet de belegger zelf aan de bal zijn en bepalen hoe men de commercie ziet. De retail ontwikkelingsmarkt is een markt waarbij de beleggers hun*

eigendom optimaliseren; wij maken momenteel nergens +10.000m2, die markt is voorbij, wij zijn bezig om andermans vastgoed beter te maken. Alleen als je dan aan de bal bent, moet je vervolgens gespecialiseerde mensen inhuren die begrijpen hoe je dat proces in moet regelen”, aldus de adviseur. De particuliere en beursgenoteerde belegger zijn het hier ook unaniem over eens; er kan alleen verschil worden gemaakt wanneer je zelf aan de bal bent. Zo is de bijvoorbeeld de commerciële retailmarkt een gunmarkt en alleen door middel van sterke relaties kan men het maximale resultaat bereiken.

IV. “DON’T PUT ALL YOUR EGGS IN ONE BASKET”

12. Vraag: Kan een winkelvastgoedbelegger zijn risico reduceren door middel van het toevoegen van *mixed-use* (wonen, werken en/of welzijn) binnen zijn bestaande winkelvastgoedportefeuille? Wat doet dit met het verwachte rendement?

Toelichting: In de jaren 1980 werd de moderne portefeuille theorie gepromoot om ook te gebruiken bij het zoeken naar diversificatiemogelijkheden in verschillende soorten vastgoed (winkels, kantoren, woningen, etc) en locaties (Sandberg, 2007; Geltner, 2007, p. 543). Wanneer de theorie omtrent diversificatie wordt toegepast binnen de vastgoedmarkt, zal de voorkeur van een vastgoedbelegger uitgaan naar het behouden van verschillende vastgoedtypen binnen de portefeuille. Hierbij valt ook te denken aan *mixed-use*. Naarmate de correlatie tussen de typen lager is, zal het risico van de vastgoedbelegging verminderen. Het risico gecorrigeerde rendement zal daarmee verbeteren, waardoor de waarde van het vastgoed zal toenemen, stelt Sandberg (2007).

Resultaten: Door de enorme bevolkingsgroei is de vraag naar woning, in het bijzonder in de Randstad enorm toegenomen, meldt de belegger. Dat maakt de alternatieve aanwendbaarheid van het winkelvastgoed aantrekkelijk. Daarnaast kan een vastgoedbelegger zich in principe door alle disciplines in de markt heen bewegen, een keuze om de FBI status te handhaven en bijvoorbeeld niet te willen ontwikkelen is een bewuste keuze, maar men kan ook de horizon verbreden en de ontwikkelingen omarmen. *“Neem Buikslotermeer, in principe een retailontwikkeling van ‘slechts’ 2 bouwlaagjes hoog, en dat terwijl een schrijnend tekort is aan woningen in Amsterdam is mijn inziens een gemiste kans!”* aldus een adviseur. De FBI status lijkt daarmee een belangrijk institutioneel anker voor de focus op winkels.

Bij het toevoegen van alternatieve functies is het van belang dat de eigenaar logisch na blijft denken. Vooral in situaties waar er spraken is van synergie kan het toevoegen van functies goed uitpakken. Zo ontwikkelt Unibail-Rodamco-Westfields momenteel The Mall of the Netherlands en bouwt daarnaast een hotel, omdat een dergelijk winkelcentrum ook mensen

trekt die een paar dagen in Nederland zijn en graag naast een groot winkelcentrum willen verblijven in de Randstad. Retail + Horeca + Leisure en daar past een hotel prima bij. Als het toevoegen van zorgappartement boven een winkelcentrum grondwaarde oplevert is het zeer zeker de moeite waard, ook al is er niet direct sprake van een duidelijke synergie. De synergie tussen de (zorg)woningen en winkelcentrum is niet extreem groot; het winkelcentrum dient immers de behoefte van duizenden bezoekers per week te vervullen en niet van een tiental bewoners, maar met het oog op potentieel rendement is het zeker interessant zijn, in het bijzonder wanneer er geen commerciële alternatieven meer voor handen zijn.

Wel is het van belang dat wanneer er andere functies toe worden gevoegd aan het bestaande winkelvastgoed dat deze ontwikkelingen in eigendom zijn en blijven van de belegger, zodat het 'geen gedoe oplevert wanneer je iets wilt veranderen'. De focus dient hierbij op de *retail* te liggen, maar wanneer er functies bij komen, is het zeer gewenst deze in eigendom te houden. *“De grootste categorie winkel ellende die er is, zijn de VVE-winkelcentra. De ervaring leert dat het noodzakelijk is om goede winkelvastgoedgebieden met enige regelmaat van een renovatie te voorzien. Gelderlandplein bestaat hoofdzakelijk uit retail, maar er zit ook hotel, kantoor en twee woontorens boven, maar die heeft Lesley wel in eigendom en dat maakt dat hij de uitstraling van die functies in lijn kan brengen met zijn centrum en dat, als hij wilt verbouwen, in ieder geval niet naar de andere eigenaren toe moet en toestemming hoeft te vragen”*, aldus de adviseur. Deze stelling wordt gedragen door diverse (beursgenoteerde) beleggers.

V. “TIME FOR CHANGE”

13. Vraag: Is de huidige rendementseis van winkelvastgoedbeleggers te hoog om het winkelvastgoed te kunnen herbestemmen of te transformeren?

Toelichting: Er kleven mogelijk ook negatieve financiële consequenties aan de transformatie van de vastgoedbestemming: de huurprijs die men betaald voor de ruimte zal naar verwachting ook aanzienlijk minder zijn in vergelijking met de commerciële huurprijs, waardoor het direct rendement verlaagd wordt. Ook zal de belegger mogelijk een afboeking moeten doen op de boekwaarde, waarbij het indirect rendement afneemt en/of zijn substantiële investeringen noodzakelijk voor de desbetreffende investering.

Resultaten: Wanneer er geen ander alternatief meer beschikbaar is, kan men niet anders dan de winkel transformeren naar een andere bestemming. Ook al ligt het te verwachten rendement niet in lijn met de huidige rendementseis. Wanneer er simpelweg geen winkel meer te vinden is, doet men er goed aan de ondergrens te verlagen, de bestemming te wijzigen

en te kiezen voor een andere invulling. Deze invulling kan gevonden worden in wonen, maar ook andere functies zoals werken en sport valt binnen de mogelijkheden. Uit de diverse interviews komt duidelijk naar voren dat transformeren geen 'winstpakker' is; het kost immers altijd geld. *"We proberen waarde terug te krijgen en een stabiele cashflow te realiseren, maar daar is wel een investering voor nodig, nadat de ruimte is afgeboekt. Neem als voorbeeld een leegstand winkelpand in Roosendaal of Lisse; de waarde die het voorheen had wordt niet gehaald, maar door te investeren krijgen wij er wel cashflow voor terug. Als het leeg staat kost het ook niets, maar dan zit je met een ruimte waar je niets mee doet"* zegt de belegger.

Een mogelijke keerzijde van de '*densification strategy*', waarbij alternatieve vastgoedtype aan de portefeuille worden toegevoegd, is dat het gemiddelde rendement mogelijk wordt verlaagd, omdat het rendement van de woning in de basis lager is dan het rendement van winkelvastgoed. Het rendement verwatert mogelijk door het toepassen van spreiding. Daardoor kan het interessant zijn van een belegger om zelf wel de ontwikkeling van een alternatief vastgoedtype uit te voeren, maar het vastgoed na ontwikkeling door te verkopen, zodat door de stijging in grondwaarde en de bijbehorende ontwikkeling de opbrengsten worden gemaximaliseerd voor de belegger.

14. Vraag: Nemen winkelvastgoedbeleggers genoegen met een minder rendement als deze voldoet aan de duurzaamheids- en/of sociale doelstelling dan wel een andere ideële doelstelling van de belegger?

Resultaten: *"De allerbeste duurzaamheidsmaatregel is een gezonde business case"*. En *"het gaat om de knikkers"* is de conclusie uit de diverse interviews. Sinds een jaar of tien ligt er meer focus op duurzaamheidsmaatregelen, zoals een BREAAAM certificering. Desalniettemin geven de diverse partijen aan dat het behalen van dergelijke certificaten niet direct leidt tot een verbetering van de asset of het bijbehorende rendement. Tevens is in het geval van winkelvastgoed, de medewerking van de retailer noodzakelijk is en deze partijen hebben vaak reeds hun eigen duurzaamheidsmaatregelen en willen niet gehouden worden aan de 'regels' van de huisbaas. Daarnaast is het overheidsbeleid nog niet zo ingericht dat winkels, en huurders van de desbetreffende winkels, aan bepaalde normen moeten voldoen zoals dat wel het geval is in de kantoormarkt. Echter verwacht men dat deze invloeden van buitenaf wel zijn intreden zullen gaan doen in de nabije toekomst.

Tevens is men van mening dat aan de kant van de investeerders, diegene die aandelen koopt en in het bijzonder de grotere partijen die investeren, de focus op een duurzaam beleid wordt vergroot. De (beursgenoteerde) belegger speelt hier dan ook reeds actief op in. Zo is er in de

afgelopen jaren enorm geïnvesteerd in zonnepanelen en het vervangen van installaties en verlichting naar duurzamere (LED) oplossingen.

Daarnaast is juist de impact van de internetaankopen rampzalig voor het milieu; *“we moeten de Hemcentrale sluiten maar men blijft wel grote kartonnen dozen spullen bestellen en terugsturen.”*

15. Vraag: Welke factoren beïnvloeden de transacties met betrekking tot winkelvastgoed in Nederland op dit moment?

Resultaten: *“De investeerders, en dus ook beleggers, lopen als een kudde schapen allemaal achter elkaar aan. Dit geldt ook, en misschien wel in het bijzonder voor winkelvastgoedbeleggers. Er ontstaat een bubbel en daar wil iedereen in of juist uit. Iedereen hobbelt achter elkaar aan, en er wordt zo veel onzin geschreven, met name over retail”,* volgens de adviseur, maar de belegger sluit zich hier volledig bij aan. Daarnaast werkt de golf aan faillissementen die afgelopen maanden over Nederland trok niet mee en durft men het niet aan om (additioneel) winkelvastgoed aan te kopen. De afwachtende houding in combinatie met het toenemende risico zorgt ervoor dat de transactie markt stil valt. Met deze antwoorden is het bestaan van ‘herding’ in de Nederlandse vastgoedmarkt bevestigd. Het verschijnsel wordt door velen als basis gezien voor het ontstaan van bubbels in markten. *Herding* kan ook de aanleiding zijn van de bekende vicieuze cirkel: doordat de vraag afneemt, nemen ook de prijzen af. (Vastgoed-)beleggingen kennen zowel een direct rendement (de cashflow) als een indirect rendement (de waardeontwikkeling). Onder invloed van *herding* zou veronderstelde negatieve waardeontwikkeling een grotere invloed hebben op de vraag en prijsvorming dan de geprognosticeerde cashflow. De theorie rondom ‘*loss aversion*’ uiteengezet door Bokhari & Geltner (2011) is echter niet bevestigd, omdat in geen enkel interview ter sprake is gekomen dat verkopers van commercieel onroerend goed een onrealistisch hoge vraagprijs zouden stellen, waardoor ze onderhevig zijn aan langere verkoopperioden en in het algemeen minder verkopen.

16. Vraag: Wat moeten we met de circa 30mio m² aan winkelvastgoed in Nederland?

Resultaten:

- *“Is er een overschot aan winkelmeters? Dan moet eerst de vraag gesteld worden; wat is een winkelvastgoedmeter? Is de bakker om de hoek een winkelvastgoedmeter en wordt er naar de bestemming gekeken? Als dat het geval is, dan is het goed dat er 20% van dergelijke meters onttrokken wordt uit de markt, dan wordt A1 nog beter en sterker.”*

- *“De huurprijzen zullen dalen, totdat het leegstandsprobleem opgelost wordt. Winkels die niet verhuurbaar zijn, moet je slopen en dat is die 28% tot 30%. Dat doe je in de lente ook bij een treurwilg; je snijdt het rotte hout uit het boompje en zo wordt de rest weer gezond. Als je de verkeerde boom hebt gekocht dan is dat heel vervelend, maar het is niet anders.”*
- *“In 2013 waren er veel en veel te veel kantoor meters en bouwstop met woningen; nu zijn beide niet meer aan te slepen. De echte gekte is van het winkelvastgoed, maar met ‘het goede vastgoed’ komt het wel weer goed. Tevens krijg je index op je huur en dat krijg je bij aandelen niet, dat is het leuke van vastgoed.”*
- *“Stilstaan is achteruitgaan, en met denken dat het allemaal goed komt komen wij er niet. Niets doen is dan ook geen optie.”*
- *“Dat wisselt heel erg per locatie; als er geen vraag meer naar is dan ruim je het op en maak je er iets anders of nieuws van. Het bakkertje in de wijk verkleurd naar een werkkamer. Hoofdwinkelstraten worden gewoon korter. Bij sommige plekken ligt het wat meer voor de hand om gewoon een deel te slopen en te transformeren als er geen commerciële huurder meer te vinden is.”*
- *“We denken allemaal vanaf de aanbodkant, waarbij wij een goede kwaliteit winkels bieden en dit willen invullen met een stabiele huurder, maar wij zullen intensiever met deze retailer samen moeten gaan werken. Door middel van partnerships kunnen wij de resultaten verbeteren en de leegstand terugdringen.”*
- *“Per saldo zal een behoorlijk drastische verkleining noodzakelijk zijn. Waarom is dit niet zo’n probleem? Het goede van het Nederlandse winkelbeleid is altijd geweest dat wij een stedelijk gebied hebben gebouwd en niet van de grote ‘Malls’ langs de snelweg. Dus wanneer je een winkelgebied wilt verkleinen kan dit door middel van ‘verkleuring.’ Stedenbouwkundig is dit niet zo’n probleem.”*

Uit bovengenoemde antwoorden kan geconcludeerd worden dat alle respondenten een bepaalde mate van overaanbod in de huidige markt onderkennen en geven daar in bepaalde mate een structureel karakter aan. Kijkend naar de oplossingen is er meer divergentie zichtbaar. Zeker is dat transformeren voor de meeste partijen een noodzakelijke doch ook kansrijke optie wordt geacht. Daarnaast wordt er ook flink ingezet op de noodzaak van beleving en kwaliteitsverbetering.

5.1.2 RESULTATEN CASESTUDIE

Stelling 1 ***“Hudson’s Bay heeft een veelbelovende propositie die bij de opening niet wordt waargemaakt: ‘Het warenhuis van de toekomst’.”***

⇒ Eens: 7 / Oneens: 0

Het antwoord luidt volmondig eens, waarbij men unaniem aangeeft dat de positionering niet klopt. Het warenhuis heeft destijds te weinig onderzoek verricht naar de Nederlandse consument en duidelijk fouten gemaakt in het merkenbeleid, wat te hoog ingestoken is. Ook de winkel welke het visitekaartje van Hudson’s Bay had moeten zijn, gevestigd aan het Rokin te Amsterdam, is verkeerd gekozen. Het gebouw leent zich niet voor een warenhuis. Positief is echter wel dat alle winkels zijn vernieuwd, mede door de verhuurders. De start was veelbelovend gezien het feit dat nagenoeg alle winkels volledig werden gerenoveerd, iets wat het voormalige V&D (te) lang niet heeft gedaan.

Stelling 2 ***“Het einde is alweer in zicht voor warenhuisketen van Hudson’s Bay”***

⇒ Eens: 5 / Oneens: 2

Men geeft wederom unaniem aan dat er iets zal en moet gaan gebeuren, maar of er daadwerkelijk een faillissement zal worden uitgesproken daar zijn de respondenten het over oneens. *“Het einde is wel in zicht, dit zegt niet dat het daadwerkelijk gaat gebeuren, maar het is wel in zicht. Het feit dat er zoveel en hoofdzakelijk negatief over gesproken wordt creëert een negatieve spiraal, ook bij de consument.”* Een andere eigenaar geeft aan recent nieuwe afspraken te hebben gemaakt, waarbij nieuwe bankgaranties zijn afgegeven en deze winkelruimte is conform afspraak omgebouwd tot een nieuw concept, dus het warenhuis zit in ieder geval niet stil.

Stelling 3 ***“Vastgoedeigenaren hebben ook schuld aan drama Hudson’s Bay”***

⇒ Eens: 1 / Oneens: 6

In de basis kan de grote meerderheid van de respondenten zich niet vinden in deze stelling, waarbij het verweer luidt: *“Hoe kun je ergens schuld aan hebben als je er zelf ook flink in investeert?”* Het argument van de respondent, welke het oneens met deze stelling is luidt dat er massaal als een schaap achter deze nieuwkomer aan is gelopen en dat de vastgoedeigenaar deze nieuwe partij maar al te graag binnen wilde halen, met alle risico’s van dien.

Een interessante aanvulling op deze stelling komt van een adviseur, namelijk *“als de vastgoedeigenaren destijds waren ingestapt in de V&D propositie van SUN Capital, dan was er een mogelijkheid geweest om de 63 V&D’s te redden, mits de V&D zijn propositie had veranderd want dit warenhuis was sterk verouderd.”*

Stelling 4 ***“Het tij valt nog te keren voor Hudson’s Bay: De top moet in gesprek met de vastgoedeigenaar”***

⇒ Eens: 3 / Oneens: 4

Het merendeel van de respondenten geeft aan de 'houding' van het management van het warenhuis bijzonder ongepast en ineffectief te vinden. De geslotenheid en opstelling waarmee het management opereert, zorgt voor scheve gezichten. Daarnaast lopen de meningen breed uiteen aangaande de stelling of het (nog) zin heeft om in gesprek te treden met de vastgoedeigenaar.

- *"Dat doen ze al en dat heeft zin. Want eigenaren gaan meewerken. Maar het warenhuis moet dan wel het assortiment herzien en onderscheidend maken en daarnaast moet ook de eigenaar investeren in het pand, daar waar dat nog niet gebeurd is (bijv. gevel in Zwolle)"*
- *"Misschien als ze nog met een hele grote ommezwaai komen. Het hangt van de nieuwe propositie af of de vastgoedeigenaar er heil in ziet en mee wilt werken. Maar de eigenaren die winkels hebben die het courants zijn zullen er minder moeite mee hebben dat HB weg gaat, in vergelijking met partijen die moeilijkere locaties in eigendom hebben. "*
- *"Er zijn reeds gespreken geweest met de makelaar, maar het aan de huurder om met een plan en oplossing te komen, vervolgens gaat de eigenaar kijken of wij hier mee in willen stemmen. Wij zorgen voor de juiste omgeving, maar het is aan de huurder om te ondernemen. Als de winkel leeg komt, komt het leeg en dan verzinnen we wel weer wat anders."*
- *"Het verbaast mij dat een dergelijke partij zich zo arrogant opstelt, terwijl het water aan de lippen staat. Er is geen enkele vorm van communicatie en niemand weet wat het warenhuis aan het doen is, dit neemt onder de eigenaren ook de gunfactor richting de top van de keten weg. Door het samen te doen kan men juist een vliegwiel creëren."*

Stelling 5

"Stoppen met Hudson's Bay is onwaarschijnlijk grote kapitaalvernietiging"

⇒ Eens: 7 / Oneens: 0

Alle geïnterviewden zijn het unaniem eens dat het sluiten van de voordeur van Hudson's Bay leidt tot een grote kapitaalvernietiging, maar men is het oneens voor wie deze kapitaalvernietiging zal gelden. Enerzijds wordt benoemd dat deze kapitaalvernietiging enkel voor rekening van de vastgoedeigenaar zal zijn en niet voor Hudson's Bay zelf, gezien de enorme stelpostbijdrages en huurdersvoorzieningen die de vastgoedeigenaar voor haar rekening heeft genomen. Anderzijds wordt gezegd dat het sluiten van de deuren ook Hudson's Bay zelf treft, gezien de concerngarantie welke te verhalen is bij de moedermaatschappij in Canada. Deze concerngarantie zou een waarde hebben van ca €450mio en is momenteel voor nog geen kwart afgeschreven gezien de lange looptijd van de huurovereenkomsten.

Stelling 6

"Die Hudson's Bay aan het Rokin kun je dichtspijkeren. Krijg je nooit meer verhuurd. Welke grote huurder heb je nog die daar in kan? Die zijn er niet. De locatie is ook verkeerd."

⇒ Eens: 0 / Oneens: 7

Vanuit het *retail* perspectief zijn alle respondenten het eenstemmig eens met deze stelling. Het gebouw, wat feitelijk bestaat uit vier verschillende gebouwen, leent zich niet voor een warenhuis. Ook is de locatie niet ideaal voor winkelvastgoed. Echter is men het erover eens dat er wel degelijk een 'huurder' te vinden zal zijn voor deze locatie, al zal dit inderdaad geen *retailer* meer zijn. Aangezien het een prachtige ruimte, compleet vernieuwd pand en zeer centrale (A1) locatie betreft, is de ruimte zeer geschikt om te transformeren, ook met het oog naar de toekomst en de actuele grondwaarde.

"Het is inderdaad geen custom-made gebouw en de locatie was inderdaad verkeerd voor een winkel, maar er zijn wel degelijk diverse functies aan te geven. Zoals kantoren a €500/m2 en dat is zeer zeker veel meer dan het huidige warenhuis betaald. Daarnaast is de Vleeshal een uitstekende locatie voor horeca."

Stelling 7

"De ervaring leert dat veel winkelende klanten een kelder, parterre en hooguit de eerste etage genoeg vinden."

⇒ Eens: 6 / Oneens: 1

Wederom zijn alle respondenten van het interview eenstemmig; de kans rijkheid boven de kelder, begane grond en eerste etage is tegenwoordig bijzonder beperkt tot nul. De Nederlandse consument is lui en wil niet naar boven, ook niet met een roltrap of lift.

De enige uitzondering op deze regel, welke door vijf van de zeven respondenten wordt benoemd, is De Bijenkorf. Het warenhuisprincipe pleit voor een winkel verdeeld over verschillende verdiepingen. Daarnaast wordt ook als uitzondering grote winkels (>3.000m2) genoemd, zoals Mediamarkt en Decathlon. Een praktische en zichtbare ontsluiting is hiervoor wel vereist.

Stelling 8

"Als Hudson's Bay ten onder gaat, dan zal het lastig zijn om voor alle vierkante meters een huurder uit de retail-sector te vinden"

⇒ Eens: 5 / Oneens: 2

Ongeveer 70% van de geïnterviewden geeft aan het eens te zijn met deze stelling. Gezien het feit dat er op dit moment sprake is van een overschot aan winkelmeters is het onwaarschijnlijk dat alle Hudson's Bay winkels bij een faillissement (op korte termijn) commercieel opgevuld kunnen en zullen gaan worden. Men acht de kans dat alternatieve aanwendbaarheid of verkleuring moet worden toegepast bijzonder groot.

Opponenten van deze stelling geven aan dat het de betere (A1) locaties betreft. *"Nagenoeg alle voormalige V&D panden zijn opgepakt en dat zal met deze Hudson's Bay locaties ook gebeuren."*

Stelling 9

"Er zit niets anders op dan de benedenverdieping te verhuren en van de verdiepingen daarboven appartementen te maken"

⇒ Eens: 4 / Oneens: 3

Over deze stelling lopen de meningen uiteen. Tegenstanders van deze stelling geven aan dat de desbetreffende gebouwen zich niet lenen om in te wonen. Bij een transformatie dient het gebouw in veel gevallen (gedeeltelijk) te worden gesloopt zodat er voldoende daglicht wordt gerealiseerd en aan de hedendaagse woonwensen kan worden voldaan. Dit is een uitdaging, met het oog op de business case maar ook gezien de benodigde vergunningen, mede omdat een groot deel van de huidige winkels beschermende stadsgezichten zijn wat (gedeeltelijke) sloop bemoeilijkt. Daarnaast zal er met het oog op de infrastructuur voorzieningen moeten worden getroffen die niet altijd gemakkelijk te realiseren zijn, te denken valt aan fiets- en auto parkeren, ontsluiting, brandveiligheid. Als voorbeeld wordt de locatie in Amstelveen genoemd, waar de norm voor auto parkeren 1,4x per woning bedraagt. Echter is deze ruimte vooralsnog niet beschikbaar. In dat geval wordt transformeren vanuit de bestaande reguleringen bijzonder lastig.

Voorstanders benadrukken de (uitstekende) locatie van de desbetreffende warenhuizen en de vraag naar woonruimte gezien de bevolkingsgroei en urbanisatie. De sterk toenemende grondwaardes maakt ingrijpende renovaties mogelijk, al zullen deze ontwikkelingen in sommige gevallen behoorlijk ingrijpend zijn.

Stelling 10

“Winkels, maar ook kantoren en hotels moeten in panden Hudson’s Bay”

⇒ Eens: 7 / Oneens: 0

Alle respondenten zijn gelijkgestemd wanneer het gaat over de alternatieve aanwendbaarheid van de huidige Hudson’s Bay locaties. Diverse functies zijn mogelijk, maar de specifieke functie hangt af van de markt en wordt lokaal bepaald. Bijvoorbeeld Den Haag, wordt - *grosso modo* - gedomineerd door ambtenaren, wat de markt voor kantoren in de desbetreffende Hudson’s Bay kansrijk beperkt, desalniettemin lijken een hotel en/of woningen in deze markt bijzonder interessant.

Door de urbanisatie en de nieuwe manier van werken, willen mensen tegenwoordig graag in een binnenstad werken, in het bijzonder in de meer creatieve beroepen. De Zuid-as is voor het nieuwe werken immers niet meer de *‘place to be’*, daar leent zich de Hudson’s Bay locaties zich uitstekend voor. Daarnaast is het grootste gedeelte van de panden goed aangesloten op het openbaar vervoer, wat in toenemende mate belangrijk is met het oog op (het nieuwe) werken.

Overall is vast te stellen dat het besef expliciet aanwezig is dat er teveel winkelmetrage in de markt aanwezig is. Dit leidt bij geen van de respondenten tot een hoge mate van paniek – er wordt verwezen naar de oplossingen zoals die in de kantorenmarkt zijn bereikt en naar de kwaliteit van de Nederlandse ruimtelijke ordening die – zeker nu de woningmarkt een grote vraag kent – kansen biedt voor alternatieve aanwending. De casus Hudson Bay bevestigt dit beeld. Uiteindelijk vormt qua omvang een faillissement van deze retailer een significante gebeurtenis, de teneur onder de respondenten is echter gematigd of realistisch positief. Een deel kan met andere retail gevuld worden, al dan niet met een gedeeltelijke sloop worden ook woningen kansrijk geacht.

Deze relatief positieve blik heeft logischerwijs ook een verband met de aangedragen oplossingen. Het gros van de respondenten heeft voldoende vertrouwen in winkels, in de waardepropositie – in meerdere gevallen wordt bijvoorbeeld de inflatiecorrectie aangehaald. Het tijdsbeeld van de lage rente vormt daarvoor een belangrijke aanjager. Daarbij komt dat veel partijen geloven in hun strategie die ze reeds gekozen hebben. Daarmee is een bepaalde mate van padafhankelijkheid zichtbaar. Deze is deels informeel van aard – het gaat om een cultuur, bijna een norm, het DNA van de organisatie zoals een respondent verwoordde. Tegelijkertijd helpen ook bestaande formele instituties hierbij. De FBI status maakt het voor beleggers bijvoorbeeld niet mogelijk om woningen te ontwikkelen in leegstaande winkelpanden. Transformeren kost bovendien ook ‘altijd’ geld wordt aangegeven. In die zin dat er per definitie ook investeringen nodig zijn. Partijen die reeds een brede(re) blik hebben zien juist de kansen van transformatie.

Kijkende naar de markt als geheel is zichtbaar dat partijen terughoudend zijn. Aan de ene kant wordt de pijn gevoeld – afboekingen, leegstand, faillissementen van retailers, etc. – maar tegelijkertijd wordt er door de respondenten met voldoende mate van vertrouwen ergens gekozen voor een bepaalde mate van afwachten. Dit heeft soms wel een versterkend effect. De afwachterende houding in combinatie met het gevoelde toenemende risico zorgt ervoor dat de transactiemarkt stil valt. Dit kan dan ook aanleiding zijn voor een volatielere uitwerking van de bekende vicieuze cirkel: doordat de vraag afneemt, nemen ook de prijzen af. De veronderstelde negatieve waardeontwikkeling kan hierdoor een grotere invloed hebben op de vraag en prijsvorming dan de geprognosticeerde cashflow.

De geïnterviewde partijen kijken echter positief op de toekomst en voelen vertrouwen in hun strategie om in elk geval marktconform danwel beter te presteren.

HOOFDSTUK 6. CONCLUSIE & AANBEVELINGEN

*“People do not like to think. If one thinks, one must reach conclusions.
Conclusions are not always pleasant”*

[Helen Adams Keller, American author, political activist and lecturer, 1880-1968]

In dit hoofdstuk komen de conclusies en aanbevelingen aan bod. Allereerst zullen de conclusies van dit onderzoek worden weergegeven in paragraaf 6.1. Ook de beperkingen van het onderhavig onderzoek komen aan het licht en wordt opgesomd in paragraaf 6.2. Uit de desbetreffende voornaamste bevindingen zullen de aanbevelingen voortvloeien voor vervolgonderzoek, welke in paragraaf 6.3 worden weergegeven.

6.1 CONCLUSIES

Uit voorliggend onderzoek is gebleken dat vastgoedbeleggers het met elkaar eens zijn *“de tijd van onbezorgdheid is voorbij”*. De dynamiek in de *retailmarkt* en het overschot aan winkelmeters in combinatie met de toenemende leegstand vraagt om actieve(re) houding van de winkelvastgoedbelegger. Daarnaast zijn er nog een aantal andere specifieke inzichten aan het licht gekomen. De volgende bevinding kunnen worden geconcludeerd uit onderhavig onderzoek en bijbehorende casus en geven antwoord op de hoofdvraag:

**OP WELKE WIJZE KAN EEN WINKELVASTGOEDBELEGGER INSPELEN OP DE
STERK VERANDERENDE WINKELMARKT?**

Op basis van het empirisch onderzoek zijn de volgende conclusies te trekken:

HUDSON'S BAY

Uit de casestudie mag geconcludeerd worden dat men unaniem vindt dat Hudson's Bay al voor de opening een paar cruciale fouten heeft gemaakt. In de eerste plaats met betrekking tot de positionering van het warenhuis en in het bijzonder met betrekking tot de locatiekeuze van de *flagshipstore* in Amsterdam. Of, en wanneer, het warenhuis de Nederlandse markt gaat verlaten daar verschillen echter de meningen over, al lijkt de toekomst van Hudson's Bay – in de huidige vorm – nabij. Ondanks een overschot aan winkelmeters in de Nederlandse winkelvastgoedlandschap, is de kans rijkheid om de warenhuismeters opnieuw commercieel te verhuren groot, gezien de goede

locatie van het vastgoed. Dit geldt in het bijzonder voor de kelder, parterre en eerste verdieping, waar de overige verdiepingen naar alle waarschijnlijkheid een andere functie zullen moeten gaan vervullen, bijvoorbeeld in de vorm van wonen en of werken. Tevens zijn alle geïnterviewden eenstemmig over het feit dat de alternatieve aanwendbaarheid van (een deel van) de gebouwen in principe groot is. Gezien de centrale ligging, omwille van het feit dat het merendeel van de panden grootschalig gerenoveerd zijn en de vraag naar woonruimte en centrale, hedendaagse werkplekken groot is, is een 'verkleuring' van (een deel van) de Hudson's Bay panden zeer zeker een mogelijkheid. Al zijn er wel diverse obstakels die overwonnen dienen te worden om de juiste randvoorwaarden te creëren voor transformatie, te denken valt aan het verkrijgen van de benodigde vergunningen, realiseren van de benodigde parkeernorm en het creëren van voldoende daglicht in het geval van transformatie. Tevens dient een transformatie, inclusief alle noodzakelijke investeringen, te resulteren in een positieve grondwaarde.

ALGEMENE STRATEGIE BELEGERS

Wanneer de drie pijlers uit de theorie worden gecombineerd met de overige inzichten uit onderhavig kwalitatief onderzoek, mag worden geconcludeerd dat de dynamiek in de winkelvastgoedmarkt vraagt om een proactieve houding van de winkelvastgoedbelegger, welke met een gespecialiseerde portefeuille door middel van actief en intern uitgevoerd vastgoedmanagement de beste resultaten zal weten te behalen. Er zijn dan ook duidelijk signalen dat de '*Stick to the core*' strategie, waarbij belegger door middel van differentiatie focust op specialisatie, doorgaans de beste manier is om te groeien of tot waarde behoudt. Hierbij worden de sterkste strategische voordelen van een winkelvastgoedbelegger opnieuw in gezet door zich zodanig te onderscheiden van haar concurrenten dat zij haar belangrijkste doelgroepen beter en winstgevender kan bedienen. Daarnaast vraagt het kenterende winkellandschap om actie en verandering: '*Time for change*'. Veranderen begint vaak met na te denken over de waarde belofte van de belegger.

AANBELEVINGEN

Aan de hand van de kwalitatieve interviews, casestudie alsmede de literatuur komen de volgende aanbevelingen voor de winkelvastgoedeigenaar duidelijk naar voren uit onderhavig onderzoek.

1. Focus op winkelvastgoed met de juiste LOCATIE, LOCATIE, LOCATIE

- ✓ De specifieke locatie van het winkelvastgoed bepaald primair het toekomstperspectief en de potentie, niet de categorie en/of branche van de huurder of specifiek type van het winkelvastgoed

- ✓ Winkelvastgoed op A1-locaties en winkel(centra) gericht op de dagelijkse boodschappen en gemak bieden het meeste comfort en toekomstpotentie met betrekking tot een *retail* invulling

2. MORE = MORE

- ✓ Focus op hoogwaardige kwaliteit binnen de portefeuille door middel van actief vastgoedmanagement, belangrijk is hierbij dat het management intern wordt uitgevoerd om consistent waarde toe te kunnen voegen door middel van kennis van de markt
- ✓ Behaal synergie uit een gespecialiseerde beleggingsstrategie met betrekking tot de locatie of (winkel)vastgoedtype

3. VERLAAG DE HUURPRIJZEN

- ✓ Om het huidige aanbod en vraag weer samen te laten komen is een correctie in het huidige huurprijsniveau nodig met betrekking tot alle winkelvastgoedlocaties

4. FORMEER PARTNERSHIPS MET RETAILERS

- ✓ Het veranderende koopgedrag van de consument beïnvloedt op fundamentele wijze het verdienmodel van retailers. Een open dialoog tussen de belegger en de retailer biedt de nodige flexibiliteit, inzicht en gedeelde toekomstvisie om uiteindelijk te komen tot een win-winsituatie. Partnerships met de retailer zijn de sleutel tot het eigen succes van de winkelvastgoedbelegger

5. INVESTEER + TRANSFORMEER = CREËER NIEUWE WAARDE

- ✓ Transformeer leegstand winkelvastgoed zonder alternatief direct in een andere functie. Stilstand is achteruitgaan: wacht niet op alternatieve *retail* invulling maar ga actief aan de slag
- ✓ Transformeer daar, in het bijzonder, waar eventuele alternatieve aanwendbaarheid positieve grondwaardes met zich mee brengt
- ✓ Zorg voor de juiste randvoorwaarden voor transformatie, te denken valt aan het verkrijgen van de benodigde omgevingsvergunning, realiseren van daglicht inval en handhaven van de parkeernorm. Werk waar nodig samen met specialisten om deze randvoorwaarden te creëren.

6.2 REFLECTIE

In onderhavig onderzoek is bewust gekozen voor diepte-interviews om nieuwe inzichten te verweven inzake de actuele brede probleemstelling. Dit onderzoek beperkt zich echter tot het verkrijgen van kwalitatieve inzichten en worden kwantitatieve inzichten vooralsnog niet meegenomen in het onderzoek.

Daarnaast is de representativiteit van het onderzoek beperkt, gezien het relatief beperkt aantal geïnterviewde beleggers en andere betrokken partijen. Er is vooralsnog ingezoomd op de direct betrokken partijen bij het fenomeen onder studie, om meer en vernieuwende inzichten te verkrijgen. Wel zijn er bewuste keuzen gemaakt bij het samenstellen van de onderzoekspopulatie, om enige representativiteit te borgen.

6.3 AANBEVELINGEN VOOR VERVOLGONDERZOEK

In de toekomst kan er gekozen worden voor een brede enquête, welke mogelijk een robuuster beeld zal kunnen geven van de probleemstelling. Daarnaast kan dit onderzoek worden uitgebreid met een kwantitatief onderdeel van meer gedetailleerde beschrijvingen van rendementen. Dit is een meer bedrijfsgevoelig onderzoek, maar zal de relevante inzichten in de materie in hoge mate doen toenemen.

Ook is een herhaling van onderhavig onderzoek bij een grotere onderzoekspopulatie gewenst. Toekomstig onderzoek kan ook worden uitgebreid doordat meer verschillende stakeholders worden meegenomen, te denken valt aan de overheid, zoals bestuurders van de retail agenda in het bijzonder, financiële instellingen of retailers.

Met het opdoen van bredere en kwantitatieve inzichten, kan ook de relatie nader worden verdiept tussen strategische keuzen en rendement. Ook zou er nog meer onderscheid gemaakt kunnen worden tussen kansrijk en kansarm winkelvastgoed met het oog op de toekomst.

BIBLIOGRAFIE

ABN AMRO & CWS-mitex (2011). *Cross channel retail 2015, de toekomst*. Amsterdam: ABN AMRO

Adams, J., (1984). *Transformatie: van produktgericht naar mensgericht ondernemen*. Rotterdam: Lemniscaat.

Bernardi, L., & Smeets, S., (2010). *Keuze tussen actief en passief beheer: een actieve keuze*. VBA Journal, jaar en volumenummer: 26, afleveringsnummer:3; 1-14

Borgers, A., Kemperman, A. en Janssen, A. (2013). *Op zoek naar de atmospherics van de binnenstad*, in: *SCN/NRW special 2013*, uitgave 40: p.72-75.

Bressers, N.C.M. (2011). *De toekomst van aanloopstraten: een onderzoek naar maatregelen om de potentie van aanloopstraten ten voile te kunnen benutten*. Scriptie in het kader van de Master opleiding van de Technische Universiteit Eindhoven. Eindhoven: Technical University of Eindhoven.

CBRE Healthcare, (2018). *Trends Nederlands Zorgvastgoed, H1 2018*. Amsterdam: CBRE

Colliers International, (2016). *Transitie van de Nederlandse winkelstructuur: Van Waarde naar Vitaliteit*. Amsterdam: Colliers

De Beer, J., & Gaag, N., van der, (2017). *Grote steden groeien sneller dan de rest van Nederland*. Demos: bulletin over bevolking en samenleving.

Dam. M. van,. (2018). *Het rompertje ontrafeld: een onderzoek naar de aantrekkelijkheid van woningbeleggingen in Nederlandse perifere gebieden voor institutionele beleggers*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Dynamis B.V., (2018). *Sprekende Cijfers Winkelmarkten 2018*

Eeken, N., & de Boer, E. (2004). *Omzetgerelateerde huurprijs*. Tijdschrift Voor Huurrecht Bedrijfsruimte

Evers, J. (2015). *Kwalitatief interviewen: Kunst en kunde*. Amsterdam: Boom Lemma Uitgevers

Finance Ideas (2013). *Gefundeerd de verkoopstrategie bepalen*. Utrecht: Finance Ideas.

Geltner, D. M. et al., (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Mason, Ohio, USA: OnCourse Learning.

Geuze, F., (2017). *Noodzaak tot innovatie. Transformatie van winkelcentrummanagement*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

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

Gool, P. van et al., (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff Uitgevers

Grinold, R.C., (1989). *The fundamental law of active management*. *Journal of portfolio management*. Vol. 15; 30-37

Hoven (2013). *Uitdagingen voor de vastgoedbelegger in een turbulent retaillandschap*, In: Tijdschrift huurrecht in de praktijk, nummer 8, december 2013. Den Haag: SDU uitgevers: 224-227

ING, (2014). *Winkelgebied 2025. Vastgoedbelegger neemt heft in handen*. Amsterdam: ING Economisch bureau

ING, (2016). *Leeftijdloos verleiden, vergrijzing als kans*. Amsterdam: ING

INretail, (2019) *Retail richting 2030: Retail rules, vandaag weten, morgen doen*. Zeist: INretail

Jonker, J., & Witte, M, de, (2013). *Essenties van verandermanagement: 4, vijf strategieën voor waardecreatie*. Kluwer Management: juli/augustus

Klapwijk, A., Nijskens, R., en Buitelaar, E., (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*

Laarhoven, W.J.M., (2017). *De toekomst van warenhuizen in Nederland*. Service magazine. Maart: 35-37

Lennartz, C., (2018). *Waar liggen de grootste kansen om winkels te transformeren tot woningen – De transformatieatlas Retail*. Utrecht: Rabobank Nederland, Kennis en economisch onderzoek

Nozeman, E.F., (2013). *Strategieën van vastgoedontwikkelaars*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers

Pieterse, E., van, Post, W., van der, Dries, M., (2019). *De kracht van wijkwinkelcentra*. Real Estate Research Quarterly, Volume 18: maart, 9-16

Pine, B.J. & Gilmore, J.H., (1999). *De beleveniseconomie*. Den Haag: SDU.

Ploegmakers, H., Eijkelkamp, R., Lucassen, M., & Pen, C.J., (2019). *Meer horeca, meer winkelomzet?* Real Estate Research Quarterly, 49

Polman, P.A.M., (2013). *It's a (S)Mall World. Een onderzoek naar toepasbare belevingselementen voor in een regionaal winkelcentrum*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Plochg, T., & Zwieten, M.C.B., van, (2007). *Handboek gezondheidsonderzoek*. Houten: Bohn Stafleu Van Loghem

PropertyNL (2019), Jaargang 19, nummer 5, 29 mei

Rabobank (2014). *Retailing beyond borders: Disruption? Recharge!*, Utrecht: Rabobank international

Rodenburg, P., & Tellingen, H., van, (2018). *Hoe 'beleving met betekenis' wel tot een hogere winkelomzet leidt*. Retailtrends

Sandberg, B., (2007). *Mixed-use Vastgoed. De financiële meerwaarde door beperking invloed van unieke locatierisico's*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Sorensen, H., (2019). *Inside the mind of the shopper: The science of retailing*. New Jersey: Pearson Education: 18, 19, 114

Sybertsma, F., (2011). *Omzethuur als Managementtool*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Syntrus Achmea Real Estate and Finance (2019). *Outlook 2015-2018 Winkelmarkt: De Nederlandse Winkelmarkt*. Amsterdam: SAREF.

Tauw, H., (2014). *Hedonisch prijsmodel voor Nederlands winkelvastgoed*. Scriptie in het kader van de real estate and housing opleiding aan de Technische Universiteit Delft. Delft: Faculteit bouwkunde.

Tol, S. M., (2013). *Cross channel retail: De implicaties voor Nederlandse winkelcentra*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Uittenbogaard, L. et al., (2013). *Strategie en vastgoed*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.

Vink, A. J., (2012). *Van belevingswaarde naar beleggingswaarde*. Scriptie in het kader van de MRE opleiding van de Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

Vogel, A., (2016). *Waarom vergrijzing een gevaar is voor retail*. RetailWatching

Zook, C., (2007) *Finding your next core business*. Harvard Business Review. April 2007

Zook, C., & Allen, J., (2011). *The great repeatable business model*. Harvard Business Review. Vol. 89, issue 11, pp. 107-114