

De waarde van functieflexibiliteit van de stedelijke plint

Als overgang tussen de publieke en private ruimte vervult de stedelijke plint een belangrijke rol in de stedelijke omgeving. Een hoog adaptief vermogen van het vastgoed in de plint genereert, zowel maatschappelijk als financieel, potentiële meerwaarde. Zodra deze financiële meerwaarde aantoonbaar is en systematisch onderbouwd kan worden, biedt de plint voor ontwikkelaars en beleggers een drijfveer om te investeren in adaptief vermogen. Dit artikel gaat aan de hand van de reële optietheorie in op het kwantitatief vaststellen van de meerwaarde van adaptief vermogen. De belangrijkste conclusie is dat adaptief vermogen door functiewijziging van de stedelijke plint inderdaad van significante meerwaarde kan zijn, hoewel een intrinsieke meerwaarde op dit moment niet aantoonbaar is.

Christian van der Blonk en Wim van der Post

FUNCTIEFLEXIBILITEIT EN WAARDE

Veranderende wensen en behoeften van gebruikers in de toekomst kunnen leiden tot andere eisen ten aanzien van huisvesting. Deze dynamiek staat op gespannen voet met de lange levensduur van vastgoed en de hoge aanvangsinvestering bij de (her)ontwikkeling ervan. Een hoge mate van aanpasbaarheid of adaptief vermogen van het vastgoed kan een belangrijke bijdrage leveren aan het reduceren van deze risico's (Barman en Nash, 2007). Adaptiviteit gaat vooral om bouwkundige en ruimtelijke flexibiliteit waarbij in de meest vergaande vorm een functiewijziging mogelijk is indien dit alternatieve gebruik tot een beter functioneren en renderen van het vastgoed leidt. Deze vorm van adaptiviteit, waarbij sprake is van functiewijziging, wordt hier gedefinieerd als 'functieflexibiliteit'. Naast adaptief vermogen in ruimtelijke en bouwkundige zin vereist functieflexibiliteit ook een juiste juridische en publiekrechtelijke basis zoals bestemmingsplan of erfpachtvoorwaarden. In sommige gevallen vraagt functieflexibiliteit ook om bepaalde omgevings- en locatiemarken. Detailhandel kan bijvoorbeeld kansrijker zijn indien sprake is van een gunstige ligging ten aanzien van loopstromen of een clustering van meerdere winkels/supermarkt om voldoende schaal te kunnen

bieden (Van Pieterse, Van der Post & Drees, 2019). Een minder optimale of zelfs conflicterende ligging of positionering kan dus ook de functieflexibiliteit verlagen.

De mate van functieflexibiliteit vormt dus een maatstaf voor de toekomstbestendigheid. Flexibiliteit in de aanwendbaarheid heeft daardoor een potentiële financiële waarde. Deze waarde ontstaat doordat een object in staat is om op lange termijn voor de investeerder/eigenaar een optimaal rendement te realiseren door het kunnen huisvesten van een zo hoogwaardig mogelijke gebruiksfunctie (Hermans, Geraedts, Van Rijn & Remøy, 2014). De flexibiliteit om een object van functie te laten wijzigen is feitelijk een optie: de houder heeft het recht deze onderliggende waarde op een later tijdstip te benutten. De empirische literatuur omtrent de waarde van deze optie is beperkt. Childs, Riddiough, & Triantis (1996) constateerden in een dataset van kantoren in de Verenigde Staten dat bij relatief lage transformatiekosten de meervoudige bestemming van een pand een significant hogere bijdrage levert aan de waarde. Deze bijdrage is hoger naarmate huren gevoeliger zijn voor veranderingen in het aanbod. Linssen (2015), Lolkema (2016) en Damhuis, Van der Post en Konadu (2018) komen

tot significant aantoonbare waarde-effecten van functieflexibiliteit binnen de Nederlandse context. Onderbelicht blijft de vraag in hoeverre taxateurs de potentiële waarde van functieflexibiliteit kunnen duiden. Helder is dat dit vraagt om een andere benadering dan het huidige instrumentarium (Van der Blonk, 2018).

HET ONDERZOEKSOBJECT: DE STEDELIJKE PLINT

Een stedelijke plint bevat eigenschappen die het tot een relevant onderzoeksobject voor functieflexibiliteit maakt. Allereerst geldt dat de stedelijke plint als overgang tussen het publieke en private domein een belangrijke positie bekleedt in de stedelijke ruimte. De stedelijke plint bepaalt in sterke mate de beleving en het functioneren van het straatbeeld en kent daardoor een sterke relatie met de vitaliteit, veiligheid en aantrekkingskracht van de stad (Stipo, 2016). Deze bijzondere positie leidt ertoe dat, indien er sprake is van functionele of economische veroudering van het vastgoed in de plint, de impact hiervan groot is. Daarmee is een hoge toekomstwaarde van de plint niet alleen relevant voor de eigenaar of investeerder, maar ook voor het goed functioneren van de stad.

De plint is ook een relevant onderzoeksobject omdat deze van zichzelf al 'functieflexibel' is qua gebruik. Zowel de functie wonen, werken als een publieke voorziening kan zich huisvesten in de plint. Daarmee ontstaat een zekere concurrentievervalsing in het gebruik van de plint. Dit meervoudige gebruik vraagt om verschillende eigenschappen van gebouw en omgeving.

Een derde argument, in het verlengde van de bovenstaande aspecten, is de complexiteit van stedelijke plinten vanuit het ontwikkelperspectief. De begane grond in een stedelijke omgeving is veelal een lastige ontwikkelopgave. Belangrijke oorzaak is de combinatie van eigenschappen die een plint bevat. Daarbij kan de plint ten opzichte van de hoofdfunctie van het gebouw een afwijkende functie hebben. In combinatie met de dynamiek van en de druk op de stad als vestigingslocatie ontstaat een brede aanleiding om na te denken over de meerwaarde van het adaptief vermogen van plinten.

DE WAARDERING VAN FUNCTIEFLEXIBILITEIT: HUIDIGE PRAKTIJK

De mogelijkheid tot functiewijziging van vastgoed kan een directe meerwaarde bieden. Er is sprake van een intrinsieke meerwaarde als vanuit functieomzetting direct een hogere waarde van het vastgoed ontstaat die minimaal de omzettingskosten dekt. Echter, ook wanneer de waarde van een alternatief gebruik op dit moment lager is dan het huidige gebruik, kan dit bij veranderende marktomstandigheden op termijn een meerwaarde bieden. De mogelijkheid tot functiewijziging biedt immers meer flexibiliteit bij de verhuur of verkoop op termijn en heeft een risico-reducerend karakter in de onzekere toekomst.

Vanuit de internationale taxatiestandaarden (IVS) wordt deze potentiële flexibiliteitswaarde niet als zodanig erkend. Het voorgeschreven principe van 'highest and best use' (HABU) gaat uit van de intrinsieke (meer)waarde van functieflexibiliteit op één peildatum. Dit zegt echter niets over de toekomstwaarde. Bij HABU geldt een ééndimensionale benadering waarbij eventuele keuzes tot omzetting naar een ander type gebruik, als sturingsinstrument, worden genegeerd in de waardebepaling. Dit komt ook naar voren in de toepassing van het instrumentarium. De *discounted cashflow*-methode en *BAR/NAR*-methode gaan uit van een ééndimensionale benadering en hebben een deterministisch karakter (cf. Roodhof, 2012; Kaman, 2012). In werkelijkheid is sprake van een stochastisch proces waar veranderingen, onzekerheden, competitie en interacties een rol spelen. Daarbij kan mogelijk gedurende de beschouwingsperiode worden geanticipeerd op risico's en kansen door sturing te geven en andere keuzes te maken (Trigeorgis, 1993). Tevens kunnen eerder gemaakte keuzes worden her-

Definitie 'highest and best use'

"The highest and best use is the use of an asset that maximizes its potential and that is possible, legally permissible and financially feasible. The highest and best use may be for continuation of an asset's existing use or for some alternative use." (IVSC, 2017)

overwogen wanneer de exogene condities zijn gewijzigd en rendementsmaximalisatie daar om vraagt (Kulatilaka, 1993). Andere keuzes en bijsturing kunnen resulteren in een verbetering van de (financiële) positie van de eigenaar/investeerder en het beter functioneren van het vastgoed.

Op basis van empirisch onderzoek is bovenstaande constatering getoetst in de praktijk. Uit een enquête onder 40 taxateurs blijkt dat de mogelijkheid tot functiewijziging bij 90% van de taxateurs geen kwantitatieve surplus op de marktwaarde kan bieden behalve als sprake is van een intrinsieke meerwaarde op de peildatum en het principe van 'highest & best use' (HABU) van toepassing is. Echter, veel taxateurs (82%) erkennen wel dat functieflexibiliteit, alhoewel niet zichtbaar in de hoogte van de taxatiewaarde, wel van invloed kan zijn op de waarde. Dit is hoofdzakelijk gebaseerd vanuit het perspectief van een individu, waarbij een meerwaarde in kwalitatieve zin wordt benoemd bij de waardebepaling. Dit sluit grotendeels aan bij onderzoek van Hoeke (2017) onder 72 Nederlandse taxateurs, die stelt dat *'de waarde van opties niet expliciet worden berekend, maar eerder in het aanvangsrendement of in de disconteringsvoet de potentie wordt "verstopt"'*.

Kortom, de huidige taxatievoorschriften negeren een potentiële (meer)waarde van functieflexibili-

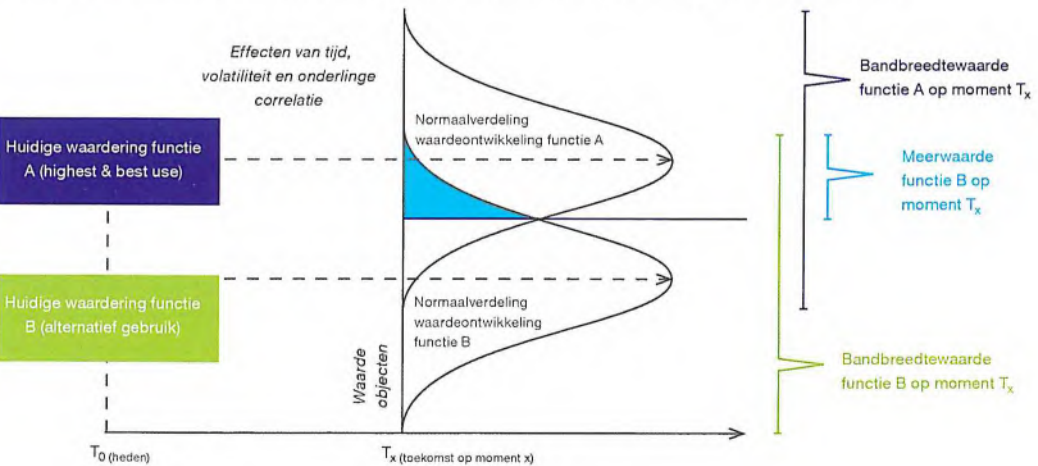
teit. Alleen een directe meerwaarde vanuit functieomzetting, een intrinsieke waardesprong op het moment van waarderen, kan een meerwaarde creëren. Deze conclusie lijkt op gespannen voet te staan met eerdere constatering dat functieflexibiliteit een meerwaarde in de toekomst kan bevatten.

ALTERNATIEVE BENADERING: DE REËLE OPTIEWAARDE VAN FUNCTIEFLEXIBILITEIT

De reële optietheorie biedt een alternatieve benadering van flexibiliteitswaarde, waarbij invulling wordt gegeven aan de mogelijkheid om gedurende de beschouwingsperiode te anticiperen op risico's en kansen door sturing te geven en andere keuzes te maken (Black & Scholes, 1973). De mogelijkheid tot functiewijziging vormt volgens Margrabe (1978) een switchoptie. Margrabe stelt dat de waarde hiervan wordt bepaald door de kans dat op termijn sprake is van een intrinsieke meerwaarde vanuit functiewijziging. Oftewel, de kans dat gedurende een vastgestelde termijn de waarde van een alternatief gebruik de waarde van het huidige gebruik overstijgt. Daarmee is de optiewaarde een uitkomst van de kans op een intrinsieke meerwaarde op termijn.

Figuur 1 laat schematisch zien hoe een meerwaarde vanuit functieomzetting naar een alternatief gebruik tot stand komt op basis van twee type

FIGUUR 1 ► SCHEMATISCHE WERKING VAN DE REËLE-OPTIETHEORIE BIJ FUNCTIEOMZETTING



functies (A in paars en B in groen). De horizontale as geeft de tijd weer met twee momenten: T_0 (heden) en T_x (toekomst). De verticale as geeft de financiële waardering van functie A en B weer. De prijsontwikkeling tussen heden (T_0) en toekomst (T_x) ontwikkelt zich conform de normaalverdeling waarbij de verwachte waarde op T_x zich binnen een bandbreedte van een normaalverdeling bevindt. In de figuur worden deze normaalverdelingen van beide functies weergegeven op de verticale as. Een intrinsieke meerwaarde vanuit functieomzetting ontstaat wanneer functie B de waarde van functie A op T_x overstijgt. Meerwaarde is hier gedefinieerd als een positief verschil tussen de waarde van beide functies gecorrigeerd met kosten voor functieomzetting (o.a. huurderving en/of verbouwingskosten). In figuur 1 is sprake van een meerwaarde en deze is weergegeven met het blauwe vlak. De hoogte van de optiewaarde, oftewel de toekomstwaarde van een functiewijziging, wordt bepaald door de kans dat functie B op termijn een hogere waarde heeft dan functie A. Hoe groter deze kans (blauwe vlak), hoe hoger de optiewaarde en dus de waarde van functieflexibiliteit. De omvang van deze waarde hangt sterk samen met de volatiliteit in waardeontwikkeling van functie A en B (de breedte van de normaalverdelingen), de correlatie tussen functie A en B (de samenhang in de waardeontwikkeling van beide functies), de gehanteerde tijdsperiode, de netto kasstroom uit de exploitatie van functie A en B, de omvang van de omzettingskosten en het verschil in waarde van beide functies.

FLEXIBILITEITSWAARDE VAN DE STEDELIJKE PLINT: MULTIPLE CASESTUDY-ONDERZOEK

In een multiple casestudy-onderzoek zijn acht casussen en achttien realistische functiewijzigingen onderzocht op de waarde van functieflexibiliteit. Per casus zijn dus meerdere type functiewijzigingen onderzocht. Hierbij is zowel de intrinsieke meerwaarde conform het HABU-principe als de reële optiebenadering toegepast. De casusselectie betreft een selecte steekproef waarbij specifiek is gezocht naar voor dit onderzoek relevante casussen met realistische mogelijkheden voor transformatie op object- en gebiedsniveau. Er is

gezocht naar verscheidenheid in het type functiewijziging waarbij elke functie (wonen, kantoor/dienstverlening en detailhandel/horeca) in minstens vier casussen als huidige functie voorkomt. Op deze wijze ontstaat inzicht in de invloed van de diverse typen functieomzettingen. De functiewijziging van wonen naar detailhandel ontbreekt aangezien dit in geen van de casussen een reële mogelijkheid bleek.

De berekening van de optiewaarde is gebaseerd op een rekenkundige benadering die Margrabe (1978) heeft gepubliceerd. Per specifieke functieomzetting zijn de parameters bepaald voor marktwaarde (huidig gebruik en toekomstig gebruik), omzettingskosten (verbouwingskosten en inkomstenderving), de jaarlijkse vergoeding vanuit het gebruik (netto kasstroom), volatiliteit (standaarddeviatie van waardeontwikkeling per type functie) en de correlatiecoëfficiënt van de waardeontwikkeling van het huidige en toekomstige gebruik. Een gedetailleerd inzicht in deze parameters per afzonderlijke casus en de rekenkundige aanpak is beschreven in het onderzoeksrapport (Van der Blonk, 2018).

Tabel A geeft per type functieomzetting inzicht in de uitkomsten van de casussen. De percentages in de tabel bieden inzicht in de meer- of minderwaarde van functieomzetting ten opzichte van de huidige (markt)waarde van de plint.

Uit de tabel blijkt een gemiddelde intrinsieke meerwaarde door functiewijziging van $-/-23,1\%$ ten opzichte van de huidige waarde ($-/-12,5\%$ tot $-/-33,7\%$ binnen de 95% bandbreedte). Vanuit dit perspectief gezien, heeft functieflexibiliteit dus geen meerwaarde maar een 'minderwaarde'. Het omzetten van de huidige functie naar een alternatief gebruik, inclusief de kosten voor omzetting, resulteert in een waardeverlies van gemiddeld bijna een kwart van de huidige waarde. Overigens geldt dat er voor de functieomzetting van kantoor naar detailhandel wel sprake is van een intrinsieke meerwaarde (22,2%) al betreft dit een enkele specifieke casus.

TABEL A ► RESULTATEN CASESTUDY-ONDERZOEK MET BANDBREEDTEN PER TYPE FUNCTIEWIJZIGING

Functieomzetting			Intrinsieke meerwaarde			Reële-optiewaarde		
Huidige gebruik	Alternatief gebruik	Aantal	Gemid- delde	Onder- kant	Boven- kant	Gemid- delde	Onder- kant	Boven- kant
Woning	Kantoor / dienstverlening	4	-/- 45,3%	-/- 53,4%	-/- 37,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Kantoor / dienstverlening	Horeca / detailhandel	1	22,2%	11,4%	32,9%	7,3%	2,8%	14,9%
Kantoor / dienstverlening	Woning	3	-/- 0,5%	-/- 14,3%	13,2%	19,5%	14,5%	25,4%
Detailhandel/ horeca	Kantoor / dienstverlening	5	-/- 29,9%	-/- 38,8%	-/- 21,0%	1,3%	0,6%	2,5%
Detailhandel/ horeca	Woning	5	-/- 21,2%	-/- 33,6%	-/- 8,8%	12,0%	8,3%	16,5%
Totaal		18	-/- 23,1%	-/- 33,7%	-/- 12,5%	7,4%	5,0%	10,3%

De reële-optiebenadering komt tot een gemiddelde (optie)waarde van 7,4% met een bandbreedte van 5,0% tot 10,3% (95% zekerheid). Oftewel, gemiddeld ontstaat een meerwaarde van 7,4% op de huidige (markt)waarde op basis van de onderzochte achttien functiewijzigingen. De omzetting naar wonen kent daarbij een opvallend hoge optiewaarde. Deze bevinding sluit aan bij eerder onderzoek van Damhuis et. al (2018). Andersom kent het omzetten van wonen naar kantoor nagenoeg geen waarde. Wanneer sprake is van hoge omzettingskosten, een relatief kleine volatiliteit in de waardeontwikkeling en/of een

hoge correlatie in de waardeontwikkeling van beide functies, blijkt dat functieflexibiliteit nagenoeg geen optiewaarde oplevert. Dit is veelal het geval bij het huidige gebruik van de plint als woning. Daarnaast vraagt een significante optiewaarde om een bepaalde mate van concurrentie tussen huidig en toekomst gebruik. Wanneer sprake is van een groot verschil in marktwaarde tussen beide functies, eventueel versterkt door hoge omzettingskosten, is vrijwel geen sprake van meerwaarde van functieflexibiliteit. Het kader hieronder beschrijft ter illustratie van de aanpak, een voorbeeldcasus.

PRAKTIJKVOORBEELD: KANTOORPLINT AMSTERDAM-WEST

Als voorbeeldcasus geldt een commerciële plint van een complex in Amsterdam-West. Het betreft een ruimte op de begane grond van 600 m² vvo die is verhuurd als kantoorruimte. De mogelijkheid bestaat om de plint te transformeren naar zes appartementen van elk gemiddeld 90 m² gbo. De andere uitgangspunten zijn benoemd in tabel 1. Hieruit blijkt dat het gebruik van het kantoor een hogere waarde kent dan functieomzetting naar wonen. De omzettingskosten blijken namelijk hoger dan de waardestijging bij omzetting van de kantoorruimte naar zes appartementen. De omzetting naar appartementen heeft in beginsel een negatieve waarde van -/- € 0,2 mln. (= € 2,2 mln. -/- € 1,6 mln. -/- € 0,8 mln.). Kortom, de huidige functie (kantoor) geldt op basis van het HABU-principe als uitgangspunt voor de waardering en vormt de meest optimale aanwending van de plint op dit moment.

Tabel 1: Uitkomsten waardering op basis van HABU

	kantoor	wonen
Verhuurbaar oppervlak	600 m2 vvo	6 x 85 m2 gbo
Huurinkomsten	€ 175,- p.m2 p.j.	€ 1.350,- p.m.
Jaarhuur	€ 105.000,-	€ 97.000,-
BAR (%)	6,5%	4,5%
Marktwaarde (€)	€ 1,6 mln.	€ 2,2 mln.
Kosten omzetting	-	-/- € 0,8 mln.
Waarde object	€ 1,6 mln.	€ 1,4 mln.

*In dit voorbeeld wordt voor de eenvoud uitgegaan van een object vrij van verhuur en zonder correctie voor kosten koper.

PRAKTIJKVOORBEELD: KANTOORPLINT AMSTERDAM-WEST (VERVOLG)

Indien de mogelijkheid tot functieomzetting als reële optie wordt gewaardeerd (tabel 2), ontstaat een ander perspectief op de waarde van functiewijziging. Er blijkt een reële kans te bestaan op een meerwaarde van de omzetting naar appartementen op termijn. Dit betekent een surplus, uitgedrukt in een waarde per heden, van 15% op de huidige waarde van de plint als kantoorruimte. Een potentiële koper zou, uitgaande van geloof in de genoemde parameters en methodiek, dus bereid zijn om voor deze optie tot functieomzetting € 0,2 mln. extra te betalen als vergoeding voor de kans op omzetting naar wonen op termijn van de plint. Dit is de waarde van de flexibiliteitsoptie boven op de waarde van de plint als kantoor in huidige staat.

Tabel 2: Uitkomsten reële-optietheorie

	kantoor	wonen
Marktwaarde (€)	€ 1,6 mln.	€ 2,2 mln.
Kosten omzetting (€)	-	~/- € 0,8 mln.
Volatiliteit (standaarddeviatie)	5,7%	8,2%
Correlatiecoëfficiënt	0,78	
Looptijd exploitatie	25 jaar	
Optiewaarde (% marktwaarde)	€ 0,2 mln. (15%)	
Waarde incl. optiepremie	€ 1,6 + € 0,2 = € 1,8 mln.	

Op basis van gesprekken met de beleggers/ontwikkelaars van de onderzochte casussen blijkt, dat de gezamenlijk gedragen mening is dat functieflexibiliteit van meerwaarde kan zijn. Flexibiliteit in de aanwending van de plint biedt keuzevrijheid voor optimalisaties in gebruik/verhuur en geeft risicoreductie op de investering. Dit geldt hoofdzakelijk voor het gebruik van de plint voor detailhandel/horeca of kantoor/dienstverlening waarbij de functieomzetting naar wonen een bepaalde mate van zekerheid kan verschaffen. Echter, ook hier geldt dat functieflexibiliteit niet expliciet in geld wordt uitgedrukt. Het wordt met name als kwalitatieve eigenschap benoemd bij een investeringsbeslissing. Daarbij geldt dat functieflexibiliteit hoofdzakelijk als terugvaloptie wordt gezien en in die zin door beleggers wordt beschouwd als een risicomaatregel.

Het ontbreekt beleggers en ontwikkelaars aan een goede kwantitatieve afweging tussen de kosten en opbrengsten van functieflexibiliteit. Uit de gesprekken met beleggers blijkt dat sentimenten en risicoaversie leidend zijn in de keuze om wel of niet te investeren in functieflexibiliteit. De focus bij vastgoedinvesteringen ligt vooral op functieflexibiliteit als instrument voor risico-beheersing in kwalitatieve zin en minder op rendementsoptimalisatie.

De keuze van beleggers en ontwikkelaars om te investeren in adaptief vermogen van vastgoed is hoofdzakelijk kostprijs gedreven en in mindere mate gericht op de opbrengstpotentie van functieflexibiliteit. De vraag wat flexibiliteit nu werkelijk in geld waard is, blijft onbeantwoord. Er vindt geen financiële afweging plaats van de waarde van functieflexibiliteit afgezet tegen de inspanningen (bijvoorbeeld voor het verkrijgen van een publiekrechtelijke bestemming) en kosten (bijvoorbeeld de bouwkundige meerkosten van een hogere verdiepingshoogte). Meer inzicht in de potentiële waarde kan leiden tot andere strategische afwegingen. Het expliciet maken van de flexibiliteitswaarde kan helpen bij het maken van een optimale financiële afweging tussen de (marginale) kosten en opbrengsten van functieflexibiliteit of adaptief vermogen van vastgoed. Een belegger of ontwikkelaar zal vanuit financieel oogpunt alleen investeren als de marginale kosten worden afgedekt vanuit de marginale opbrengsten. Financieel kan worden gezocht naar een optimum waarbij de meerkosten (bijv. door een hoge verdiepingshoogte of vrije in-deelbaarheid) worden afgezet tegen de marginale opbrengsten van functieflexibiliteit. Een financieel optimum ontstaat op het moment dat marginale kosten niet langer leiden tot verhoging van de opbrengsten met dezelfde omvang. Dit vraagt echter wel om een kwantitatieve waardering van flexibiliteitswaarde, zowel in kosten als opbrengsten.

Kortom, het financieel waarderen van flexibiliteit maakt het mogelijk om een rendabele investering in adaptiviteit te doen. Dit resulteert in plinten die eenvoudig aangepast kunnen worden aan de vraag van de toekomstige gebruiker met wensen en behoeften die we nu nog niet kennen. In de huidige praktijk blijken investeerders en taxateurs functieflexibiliteit vooral kwalitatief te beoordelen waardoor er geen sprake is van een expliciete financiële afweging om daadwerkelijk te (kunnen) investeren in functie-flexibiliteit. De HABU-benadering, voorgeschreven bij een taxatie, beperkt zich tot terugkijken en het hanteren van een ééndimensionale benadering bij een waardebepaling. Bij functieflexibiliteit gaat het juist om de toekomstwaarde en het waarderen en omgaan met onzekerheden. Beide invalshoeken lijken lastig te verenigen maar de stedelijke opgaven van de toekomst, met thema's als stedelijke verdichting, mixed-use en adaptiviteit van de stad, vragen om meer aandacht voor het begrip van toekomstwaarde. Daarbij geldt dat adaptiviteit van gebouwen een antwoord is op de vraag naar circulariteit. Een plint geschikt voor meerdere type gebruik en eenvoudig aanpasbaar aan de gebruiker van de toekomst is immers een optimale invulling van hergebruik van bestaand vastgoed.

CONCLUSIE

In dit artikel is uiteenzet hoe functieflexibiliteit een financiële meerwaarde kan hebben voor de ontwikkeling en waardering van vastgoed in stedelijke plinten. Het blijkt dat functieflexibiliteit van substantiële meerwaarde kan zijn, ook al is op dit moment geen sprake van een intrinsieke meerwaarde vanuit het HABU-principe. Het huidige waarderingsinstrumentarium en de taxatievoorschriften bieden onvoldoende handvatten om deze flexibiliteits-

waarde in geld uit te drukken. De reële-optietheorie hanteert een andere benadering en maakt het wel mogelijk om de waarde van functieflexibiliteit expliciet te maken. Daarmee biedt deze benadering een aanvulling op het bestaande instrumentarium voor het waarderen en taxeren van vastgoed.

Een tweetal kritische kanttekeningen zijn daarbij relevant. Allereerst gaat het in dit onderzoek om een selectie van plinten die op voorhand positieve eigenschappen bezitten om functieflexibiliteit mogelijk te maken. Dit maakt dat het generaliseren van de uitkomsten van de casussen niet realistisch is.

Een tweede kanttekening is gericht op de empirische onderbouwing of het gebrek daaraan. De uitkomsten van de reële-optiebenadering zijn niet getoetst aan de werkelijke prijsvorming in de markt maar beperken zich tot een modelmatige benadering om flexibiliteitswaarde expliciet te kunnen maken. In het onderzoek bleek een praktijktoetsing op basis van gerealiseerde transacties praktisch onuitvoerbaar. Daarom is ook niet gezegd dat de reële-optietheorie hét instrument is. Wel geeft het een vernieuwende blik op de flexibiliteitswaarde van vastgoed. Deze blik richt zich in sterke mate op de toekomstwaarde in plaats van hoofdzakelijk de waarde van dit moment die veelal wordt gebaseerd op wat achter ons ligt. De reële-optiebenadering toont aan dat flexibiliteit een waarde kan bevatten waarmee het invulling geeft aan het onderbuikgevoel dat flexibiliteit en sturingsruimte bij een investering in beginsel de voorkeur hebben. Mogelijk dat dit inzicht meer (financiële) ruimte biedt voor het realiseren van adaptief en functieflexibel vastgoed in stedelijke plinten met een hogere toekomstbestendigheid.

OVER DE AUTEURS

Christian van der Blonk is adviseur en partner bij Stadkwadraat. Dit artikel komt voort uit een afstudeeronderzoek van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate.

Wim van der Post is gastprofessor aan HoGent en partner bij Monumentum. Daarnaast als docent en scriptiebegeleider verbonden aan de Amsterdam School of Real Estate.

LITERATUUR

- Barman, B., & Nash, K.E. (2007). *A streamlined real options model for real estate development*. Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology.
- Black, F. & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, vol. 81 (3), p. 637-654.
- Blonk, C. van der (2018). *Flexibiliteit gewaardeerd; de waarde van functieflexibiliteit van de stedelijke plint*. Masterscriptie in het kader van de MSRE-opleiding. Amsterdam: ASRE.
- Childs, P.D., Riddiough, T.J. & Triantis, A.J. (1996). Mixed uses and the redevelopment option. *Real Estate Economics*, 24(3), 317-339.
- Damhuis, J., Van der Post, W.J. & Konadu, D. (2018). Effecten van meervoudige bestemming op transactieprijs kantoren. *Real Estate Research Quarterly*. Juli, pp. 21-30.
- Hermans, M., Geraedts, R., Van Rijn, E. & Remøy, H. (2014). Gebouwen met toekomstwaarde! Het bepalen van de toekomstwaarde van gebouwen vanuit het perspectief van adaptief vermogen, financieel rendement en duurzaamheid. Eindrapport, 3 juli 2014.
- Hoeke, S. (2017). *Reële opties in taxaties*. MRE masterscriptie. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- IVSC (2017). International Valuation Standards 2017. Framework and requirements. London: International Valuation Standards Council.
- Kaman, E. (2012). *Beleggers onderschatten marktwaarde*. MSRE masterscriptie. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Kulatilaka, N. (1993). The value of flexibility: the case of a dual-fuel industrial steam boiler. *Financial Management*, autumn 1993, p. 271-280.
- Linssen, R.P.R. (2015). *Reële opties voor transformatie*. MSRE masterscriptie. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Lolkema, R. (2016). *De invloed van de bestemming op de waarde van woonzorgvastgoed*. MRE masterscriptie. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Margrabe, W. (1978). The value of an option to exchange one asset for another. *Journal of Finance*, Vol XXXIII, no. 1, March 1978.
- Pieterse, E. van, Van der Post, W.J. & Dries, M.I. (2018). De kracht van wijkwinkelcentra. *Real Estate Research Quarterly*. p. 9-16.
- Roodhof, J. A. (2012). *A real options theory: quantifying and valuing the possibility of a lease renewal*. Afstudeerscriptie Rijksuniversiteit Groningen/Amsterdam School of Real Estate.
- Stipo (2016). *The City At Eye Level: lessons for street plinths*. Second extended version. Uitgeverij Eburon.
- Trigeorgis, L. (1993). Real Options and interactions with financial flexibility. *Financial Management*, vol. 22, no. 3, p. 202-224.