

# Kantorenleegstand, incentives en huurprijzen

*Edwin Buitelaar*

2015 – 04  
Februari 2015





# Kantorenleegstand, incentives en huurprijzen

*Edwin Buitelaar*

*ASRE research papers ISSN 1878-4607*

*ASRE Research Center | Amsterdam School of Real Estate | Postbus 140 | 1000 AC Amsterdam |  
T 020 – 668 1129 | F 020 – 668 0361 | [research@asre.nl](mailto:research@asre.nl)*



# Inhoudsopgave

Samenvatting	2
1 Inleiding	3
2 Data	5
3 Aanpak	7
4 Resultaten	9
5 Discussie	10
Literatuur	13

## Samenvatting

Dit paper toont op basis van een statistische analyse dat beleggers en ontwikkelaars een toename van de kantorenleegstand beantwoorden met het verstrekken van huurincentives in plaats van het verlagen van de huurprijzen. Pas na jaren aanhoudende leegstand geven ze geen incentives meer maar verlagen ze de huren. Daar waar contracthuren algemeen bekend zijn, zijn incentives dat niet altijd. Het feit dat aanbieders van vastgoed op korte termijn kiezen voor het verstrekken van incentives en later pas voor het verlagen van de huren lijkt te suggereren dat het verstrekken van incentives ze wat oplevert. De bron daarvan is informatieasymmetrie. Kopenpartijen, vooral diegene die de markt niet goed kennen, zoals buitenlandse beleggers, kunnen in het geval van voor hen onbekende incentives in de verleiding komen om te overbieden. Deze intransparantie kan ertoe leiden dat een markt meer gespannen is dan feitelijk gerechtvaardigd. Het is daarom van groot belang dat de verstrekte incentives voor alle marktparticipanten inzichtelijk zijn.

# 1 Inleiding

Volgens de economische theorie zou een toename van het aanbod van goederen, bij een gelijkblijvende of dalende vraag, moeten leiden tot een daling van de prijzen. Prijzen, en prijsontwikkelingen, zijn daarmee de belangrijkste indicatoren van vraag-aanbodverhoudingen. Op grond van anekdotische en casuïstische kennis zijn er duidelijke aanwijzingen dat die theoretische redenering niet opgaat voor de huurprijzen van kantoren. De officiële bruto-huurprijzen reflecteren onvoldoende de marktomstandigheden.

Sinds de jaren '90 is er in Nederland, maar ook elders in de wereld, met een toenemend aanbod van kantoren een vergaande flexibilisering van huurcontracten ontstaan. Een belangrijk onderdeel daarvan is het verstrekken van huurincentives (DTZ Zadelhoff, 2013; French, 2001; McAllister, 2001; Colliers & Dienst Belastingen Gemeente Amsterdam, 2011; De Wit & Terstegge, 2012). Een huurincentive is "een factor (financieel of niet-financieel) die een bepaalde huisvestingskeuze mogelijk maakt of stimuleert" (Van Gool, 2011: 1). De meest voorkomende incentives zijn huurvrije periodes, een tegemoetkoming van de inrichtingskosten en tekengeld (de *cash incentive*) (De Wit & Terstegge, 2012). Huurincentives worden door makelaars doorgaans uitgedrukt als percentage van de bruto-contractuur<sup>1</sup>.

Verhuurders zouden kiezen voor incentives, in plaats van het verlagen van de (officiële) bruto-contracturen. Eén van de verklaringen die verschillende auteurs geven is dat ontwikkelaars en beleggers proberen te profiteren van de intransparantie van de kantorenmarkt. Kopende partijen kennen soms alleen de officiële contracturen en de contractduur, omdat die in het huurcontract staan vermeld. Huurincentives staan daar vaak niet in, maar bevinden zich in door de verhuurder en huurder overeengekomen *side letters*. Daardoor is de aanwezigheid en de hoogte van incentives vaak onbekend voor verwervende beleggers, zeker voor beleggers (meestal van Duitse origine) die relatief onbekend zijn met de Nederlandse markt. De AFM heeft overigens inmiddels verplicht gesteld dat financiële instellingen de overeengekomen huurincentives opnemen in hun jaarverslag. Bovendien heeft een aantal recente rechtszaken laten zien dat eigenaren die aanvullende afspraken met huurders bewust verzwijgen aansprakelijk kunnen worden gesteld (De Wit & Terstegge, 2012). De mate waarin huurincentives daadwerkelijk kenbaar zijn voor kopers is onbekend.

Doordat bij een toenemende leegstand beleggers de huurprijzen onvoldoende naar beneden bijstellen - de correctie vindt via de relatief intransparante incentives plaats - ontstaat een te rooskleurig beeld van de marktomstandigheden op basis waarvan te optimistische investeringsbeslissingen genomen worden (Van Gool, 2011). Als dit op grote schaal plaatsvindt kan er markinefficiëntie optreden: ontwikkelaars en beleggers bouwen dan meer nieuwe kantoren dan waar vraag naar is.

De vraag is of de praktijk van het geven van huurincentives algemeen geldend is of dat het slechts incidenteel voorkomt. Het ontbreekt in de literatuur vooralsnog aan een grootschalige analyse. Indien de relatie tussen leegstand, incentives en huurprijzen zo is als die wordt

---

<sup>1</sup> Wanneer meer precies wordt gerekend, zoals taxateurs vaak doen, dan worden de incentives uitgedrukt als contante waarde van de totale waarde van de huurstroom van het afgesloten huurcontract.

voorgesteld, dan zou het gebruik van incentives toe moeten nemen naarmate de leegstand toeneemt. De huurprijzen, daarentegen, zouden in dat geval nauwelijks of niet verlaagd moeten worden. Deze hypothese toets ik in dit paper.



## 2 Data

Cushman & Wakefield heeft data ter beschikking gesteld over de leegstand (of eigenlijk het aanbod<sup>2</sup>), de huurprijzen en de incentives van kantoren in 23 gemeenten, waaronder de vier grote steden, voor de periode 2000-2012. Alleen de steden en de jaren zijn meegenomen waarin ten minste tien huurtransacties en/of -verlengingen zijn geregistreerd. Het gaat daarbij niet alleen om transacties en verlengingen waarbij Cushman & Wakefield betrokken was; de gegevens komen ook van collega-makelaars, taxateurs en de vastgoedmedia (PropertyNL en Vastgoedmarkt). De 23 gemeenten waren in 2014 goed voor maar liefst 60% van de totale kantorenvoorraad in Nederland (op grond van de landsdekkende data van Rudolf Bak voor alle kantoren boven 500m<sup>2</sup> vvo<sup>3</sup>).

De informatie is per gemeente geaggregeerd geleverd. Het nadeel daarvan is evenwel dat niet in detail kan worden nagegaan hoe de samenstelling van de *sample* per gemeente per jaar verandert. Die verandering in de samenstelling kan in theorie een effect hebben op de hoogte van de incentives en de huurprijzen. Hopelijk kan de analyse in de toekomst op microniveau (objectniveau) plaatsvinden.

De dataset is omgezet in een paneldatastructuur. Dit komt er op neer dat één gemeente in één jaar als één observatie telt. Kijken we naar enkele beschrijvende statistieken dan zien we dat het incentivepercentage flink is toegenomen. Was het in 2000 nog gemiddeld (ongewogen) 18%, van de bruto-contractuur, in 2012 is het opgelopen tot 27%. Amsterdam heeft in 2012 met gemiddeld 20% het laagste percentage incentives. De leegstand in de steekproef is toegenomen van gemiddeld 7% tot 17%. De nominale bruto-huurprijs is, vreemd genoeg, in dezelfde periode licht gestegen van 175 euro per m<sup>2</sup> vvo in 2003 naar 177 euro per m<sup>2</sup> vvo in 2013. In tabel 1 worden enkele beschrijvende statistieken getoond.

2 Niet alle panden die worden aangeboden zijn (al) fysiek leeg.

3 Verhuurbaar vloeroppervlak.

Tabel 1: Beschrijvende statistieken kantorenleegstand, huurincentives en huurprijzen

	N	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
<i>Alle gemeenten in alle jaren</i>					
Huurprijzen (euro's)	231	178,78	59,16	125	375
Incentives (%)	299	23	5	15	35
Leegstand (%)	281	15	6	2	30
<i>Gemeenten in 2012</i>					
Huurprijzen (euro's)	21	179,29	61,39	130	360
Incentives (%)	23	27	5	20	35
Leegstand (%)	23	17	5	9	27

Bron: Cushman & Wakefield, bewerking auteur

### 3 Aanpak

Om te kijken wat het effect van leegstand op incentives is, zijn verschillende zogenoemde *fixed effects* regressiemodellen geschat. *Fixed effects* zijn in dit geval dummyvariabelen die worden meegenomen om te corrigeren voor alle in de tijd constante kenmerken van de 23 steden. Daarbij kan gedacht worden aan de geografische ligging, de relatieve omvang van de stedelijke economie, etc. Door deze *fixed effects* per gemeente mee te nemen, tonen de regressieanalyses alleen de effecten van de *ontwikkeling* van de leegstand in de gemeenten op de *ontwikkeling* van de incentives (en de huurprijzen) van diezelfde gemeente. In de literatuur is te zien dat steeds vaker voor *fixed effects* wordt gekozen in plaats van correcties voor individuele verklarende factoren ter voorkoming van een bias in de schattingsresultaten die ontstaat doordat niet alle relevante factoren zijn en kunnen worden meegenomen (*omitted variable bias*) (Kuminoff, Parmeter & Pope, 2010).

Daarnaast zijn jaardummies (*time fixed effects*) opgenomen die ervoor zorgen dat er wordt gecorrigeerd voor ontwikkelingen die voor alle observaties gelijk zijn zoals de nationale economische ontwikkeling, inflatie en veranderingen in wet- en regelgeving. Door het opnemen van *fixed effects* (op het niveau van gemeenten) en jaardummies kan het effect van leegstand op incentives zo geïsoleerd en zuiver mogelijk worden geschat (tabel 1). Hetzelfde is gedaan voor huurprijzen (tabel 2)<sup>4</sup>.

Ik heb niet alleen gekeken of er een effect is van leegstand op huurincentives en huurprijzen, maar ook wanneer dat effect optreedt. Daarom zijn verschillende modellen geschat met toenemende *time lags* (elke keer toenemend met een jaar) tussen het moment dat de leegstand is geobserveerd en het moment dat de incentives respectievelijk de huurprijzen zijn geobserveerd.

Formeel zien de modellen er als volgt uit:

$$(1) I_{gt} = \beta L_{gt-n} + F_g + J_t + \epsilon_{gt}$$

Waarbij geldt dat:

I = het gemiddelde incentivepercentage van kantoren in een gemeente (*g*) in een jaar (*t*)

L = het gemiddelde leegstandspercentage van kantoren in een gemeente (*g*) in een jaar (*t*) -1 jaar.... - n jaren

F = het ongeobserveerde tijdsafhankelijke effect van een gemeente (*g*) (*fixed effect*)

J = jaardummyvariabele, waarbij geldt dat *t* = 1, de andere jaren 0

$\epsilon$  = de error term

<sup>4</sup> Huurprijsgegevens waren beschikbaar voor 21 van de 23 gemeenten voor de periode 2003-2013.

En:

$$(2) H_{gt} = \beta L_{gt-n} + F_g + J_t + \epsilon_{gt}$$

Waarbij geldt dat:

H = gemiddelde huurprijs van kantoren in een gemeente ( $g$ ) in een jaar ( $t$ )

L = het leegstandspercentage van kantoren in een gemeente ( $g$ ) in een jaar ( $t$ ) -1 jaar.... - n jaren

F = het ongeobserveerde tijdsonafhankelijke effect van een gemeente ( $g$ ) (*fixed effect*)

J = jaardummyvariabele, waarbij geldt dat  $t = 1$ , de andere jaren 0

$\epsilon$  = de error term

## 4 Resultaten

Tabel 2 toont de resultaten van de regressieanalyses waarin het effect van leegstand op de incentives wordt geschat en tabel 3 de resultaten voor het effect van leegstand op de huurprijs. Voor beide afhankelijke variabelen heb ik meerdere modellen geschat. Bij het oplossen van de modellen neemt het aantal jaren dat wordt teruggekeken op de leegstand toe. Dus in model 2 van tabel 2 wordt gekeken wat het effect is van de leegstand in bijvoorbeeld 2002 op de incentives van 2004. Er zit dan dus twee jaar verschil tussen moment van meten van leegstand en incentives. Terwijl model 3 (tabel 2) laat zien wat het effect is van de leegstand in bijvoorbeeld 2001 op de incentives in 2004 (3 jaar verschil). De coëfficiënten van de leegstandsvariabelen geven het effect aan van een verandering in de leegstand op de verandering van de incentives (tabel 2) respectievelijk huurprijzen (tabel 3). Vanwege de leesbaarheid zijn de *fixed effects* op gemeenteniveau en de jaardummies niet opgenomen.

De resultaten zijn conform verwachting: een toename van de leegstand leidt op de kortere termijn tot een significante toename van de huurincentives (zie model 1, 2 en 3 in tabel 2) en heeft geen significant effect op de huurprijzen (model 1, 2, 3, 4 en 5 in tabel 3). Het gebruik van incentives als alternatief voor huurprijsaanpassingen lijkt dus wijdverbreid.

Een relevante toevoeging aan de bestaande kennis is de tijdsdimensie. In de eerste drie jaren nadat een toename van de leegstand zich heeft geopenbaard verstrekken verhuurders incentives om huurders aan zich te binden (zie wederom model 1, 2 en 3 in tabel 2). Er vindt dus geen correctie van de huurprijzen plaats (model 1, 2, 3, 4 en 5 in tabel 3). Dat gebeurt pas na vijf jaar (zie model 6, 7 en 8 in tabel 3). In die periode is daarentegen weer geen effect van leegstand op incentives waarneembaar (zie model 4, 5, 6 en 7 in tabel 2).

Het lijkt er dus op dat de aanbiedende partijen bij aanhoudende leegstand zich realiseren dat incentives de feitelijke marktomstandigheden niet meer kunnen verhullen en dat een huurprijsaanpassing onvermijdelijk is. In het begin proberen ze correcties via incentives plaats te laten vinden, in plaats van huurprijsaanpassingen, om te voorkomen dat andere huurders 'jaloers' worden en ook om huurprijsverlagingen vragen. Maar zodra voor iedereen duidelijk is dat de markt in een neerwaartse spiraal is beland, dan kunnen huurprijsverlagingen niet uitblijven, zo lijkt het.

## 5 Discussie

Wat betekent dit? Het feit dat het gebruik van incentives ten koste van huurprijsaanpassingen is geïnstitutionaliseerd, doet sterk vermoeden dat deze praktijk lonend is voor beleggers en ontwikkelaars. Zij hebben vermoedelijk baat bij de gecreëerde intransparantie (Van Gool, 2011). Met name (buitenlandse) partijen die onvoldoende bekend zijn met de lokale markt en het bestaan van incentives kunnen hier het slachtoffer van worden.

Toch lijkt het erop dat er sinds de crisis wat is veranderd. Zo hebben sommige beleggers inmiddels een beleid waarin risicovolle incentives in de ban zijn gedaan. Daarnaast is meer nadruk komen te liggen op *due diligence* (zorgvuldig boekenonderzoek). Dit heeft geleid tot meer inzicht in side letters en kasstromen zodat incentives zichtbaarder zijn worden. De vraag is alleen of die relatief tijdrovende zorgvuldigheid gehandhaafd blijft wanneer de vastgoedbeleggingsmarkt sterk aantrekt, zoals op het moment van schrijven lijkt te gebeuren, en er dus meer haast is bij het verwerven van objecten en portefeuilles.

Intransparantie incentives zijn problematisch vanuit een maatschappelijk perspectief. In een andere analyse laat ik, met collega's, zien dat deze praktijk niet zonder negatieve gevolgen is (Buitelaar, Eskinasi & Stelder, 2015). De causaliteit tussen leegstand en incentives verloopt dus ook andersom. Wanneer huurincentives onvoldoende worden meegenomen in vastgoedwaarderingen ten behoeve van investeringsbeslissingen - en het lijkt er sterk op dat dit niet altijd goed gebeurt - dan ontstaat een te positief beeld van de marktomstandigheden hetgeen de bouw van nieuwe kantoren aanwakkert, alsmede de leegstand. Door het gebruik van incentives kan het leegstandspercentage meerdere procentpunten oplopen (Buitelaar, Eskinasi & Stelder, 2015). Dit heeft op lokaal niveau negatieve gevolgen voor de leefbaarheid van gebieden en op macroniveau voor het rendement op het in vastgoed belegde vermogen van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Het gebruik van incentives zou dus zoveel mogelijk moeten worden beperkt en wanneer ze worden gebruikt dan zouden ze inzichtelijk moeten zijn.

Kopende partijen kunnen en moeten die kenbaarheid afdwingen. Ook de AFM kan een rol spelen via handhaving van de door haar opgelegde verplichting dat verstrekte incentives gerapporteerd moeten worden in het jaarverslag.

*Met dank aan Michiel Boonen (Cushman & Wakefield), Peter van Gool (SPF Beheer / ASRE), Ed Nozeman (ASRE), Frans Schilder (ASRE), Martijn Eskinasi, Frank van Dongen, Niels Sorel en Anet Weterings (allen PBL) voor hun hulp bij de totstandkoming van het paper.*

Tabel 2: Fixed effects modellen met incentives als afhankelijke variabele

Modellen Afhankelijke variabele	(1) Incentives	(2) Incentives	(3) Incentives	(4) Incentives	(5) Incentives	(6) Incentives	(7) Incentives
Leegstand lag 1 jaar	0.080** (0.037)						
Leegstand lag 2 jaar		0.111*** (0.039)					
Leegstand lag 3 jaar			0.074* (0.041)				
Leegstand lag 4 jaar				0.030 (0.042)			
Leegstand lag 5 jaar					-0.009 (0.045)		
Leegstand lag 6 jaar						-0.019 (0.048)	
Leegstand lag 7 jaar							0.068 (0.047)
Fixed effects gemeenten	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Jaardummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Constante	0.224*** (0.005)	0.253*** (0.007)	0.254*** (0.006)	0.257*** (0.006)	0.230*** (0.006)	0.185*** (0.006)	0.259*** (0.009)
Observaties	258	235	212	190	168	146	124
R-squared	0.759	0.782	0.801	0.828	0.840	0.858	0.858
Aantal steden	23	23	22	22	22	22	22
Log Likelihood	690.4	633.7	573.9	524.2	463.7	409.0	362.5

Standaardfouten tussen haken

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

Bron: Cushman & Wakefield, bewerking auteur

Tabel 3: Fixed effects modellen met huurprijzen als afhankelijke variabele

Modellen	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Afhankelijke variabele	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen	Huurprijzen
Leegstand lag 1 jaar	-8.099 (16.289)									
Leegstand lag 2 jaar		-11.973 (15.485)								
Leegstand lag 3 jaar			-3.102 (14.743)							
Leegstand lag 4 jaar				21.714 (13.195)						
Leegstand lag 5 jaar					3.743 (10.819)					
Leegstand lag 6 jaar						-23.429** (8.963)				
Leegstand lag 7 jaar							-25.811*** (8.358)			
Leegstand lag 8 jaar								-17.224** (8.244)		
Leegstand lag 9 jaar									0.626 (7.672)	
Leegstand lag 10 jaar										-3.212 (7.380)
Fixed effects gemeenten	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Jaardummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Constante	174.703*** (2.961)	174.519*** (2.849)	172.577*** (2.720)	160.485*** (1.787)	168.483*** (1.404)	175.774*** (1.120)	178.263*** (0.989)	172.377*** (1.512)	170.555*** (0.786)	170.461*** (1.129)
Observaties	223	222	214	193	173	153	133	113	93	73
R-squared	0.300	0.301	0.327	0.383	0.356	0.470	0.525	0.476	0.266	0.410
Aantal steden	21	21	21	20	20	20	20	20	20	20
Log Likelihood	-716.4	-713.5	-681.9	-582.8	-475.6	-381.1	-309.5	-248.8	-180.9	-119.2

Standaardfouten tussen haken

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

Bron: Cushman & Wakefield, bewerking auteur



## Literatuur

Buitelaar, E., M. Eskinasi & V. Stelder (2015, te verschijnen), 'Lease incentives and office vacancy rates: using system dynamics to estimate the effect of institutions', *PBL working paper*.

Colliers & Dienst Belastingen Gemeente Amsterdam (2011), *Rapportage kantoorruimte 2011*. Amsterdam: We're Amsterdam.

DTZ Zadelhoff (2013), *Incentives and leases belong together*. Den Haag: DTZ Zadelhoff Research.

French, N. (2001), 'Uncertainty in property valuation: the pricing of flexible leases', in *Journal of Corporate Real Estate*, 3(1): 17-27.

Gool, P. van (2011), 'Moet een belegger wel huurincentives geven?', *ASRE paper*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Kuminoff, N.V., C.F. Parmeter en J.C. Pope (2010), 'Which hedonic models can we trust to recover the marginal willingness to pay for environmental amenities?', in *Journal of Environmental Economics and Management* 60(3): 145-160.

McAllister, P. (2001), 'Offices with services or serviced offices?', in *Journal of Property Investment and Finance*, 19(4): 412-426.

Wit, M.H.P. de & M.J. Terstegge (2012), 'Incentives in het huurrecht', in *Tijdschrift huurrecht in praktijk*, nr. 4: 102-108.

*De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate zijn mede mogelijk dankzij de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderzoek en Onderwijs in de Vastgoedkunde (SWOOV)*

### Onze donateurs

I 3W New Development	I Dura Vermeer Groep NV	I PGGM
I ACM Vastgoed Groep BV	I DVP	I Propertize
I Ahold Vastgoed BV	I Ernst & Young Real Estate Group	I Provast
I Altera Vastgoed	I FGH Bank NV	I PwC
I AM BV	I Funda NV	I Rechtstaete vastgoedadvocaten & belastingadviseurs
I AMVEST	I G&S Vastgoed	I Redevco Europe Services BV
I a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	I Haags Ontwikkelingsbedrijf	I SADC
I Ballast Nedam Ontwikkelingsmaatschappij B.V.	I Houthoff Buruma	I Schiphol Real Estate BV
I Boekel De Nerée NV	I Hurks Vastgoedontwikkeling	I SPF Beheer BV
I Bouwfonds Property Development	I ING Real Estate Finance	I Stadsontwikkeling Rotterdam
I Bouwinvest	I IPMMC Vastgoed	I Strabo BV
I Brink Groep	I IVBN	I Syntrus Achmea Real Estate & Finance
I CBRE Global Investors	I Jones Lang LaSalle	I The IBUS Company
I CBRE Netherlands	I Lexence NV	I Van Wijnen Holding N.V.
I Colliers International	I Loyens & Loeff NV	I Vesteda Groep BV
I Corio	I MAB Development	I Wereldhave NV
I De Brauw Blackstone Westbroek	I MN	I WPM Groep
I DELA Vastgoed BV	I NSI	I Yardi Systems BV
I Deloitte	I NS Vastgoed BV	I Ymere
I Delta Lloyd Vastgoed	I NVM	
I DTZ Zadelhoff	I Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam	

*Neem voor vragen of opmerkingen contact met ons op of bezoek onze website.*

*bezoekadres  
Jollemanhof 5  
1019 GW Amsterdam*

*postadres  
Postbus 140  
1000 AC Amsterdam*

*www.asre.nl  
e info@asre.nl  
t 020 668 11 29  
f 020 668 03 61*