



Planbureau voor de Leefomgeving

DIVERGENTIE OP DE KANTORENMARKT

Een onderzoek naar uitblijvend marktevenwicht

Beleidsstudie

PBL en ASRE

27 november 2017

PBL

Divergentie op de kantorenmarkt. Een onderzoek naar uitblijvend marktevenwicht

© PBL Planbureau voor de Leefomgeving

Den Haag, 2017

PBL-publicatienummer: 2489

Contact

Edwin Buitelaar [edwin.buitelaar@pbl.nl]

Auteur

Edwin Buitelaar

Met medewerking van: Martijn van den Berge, Frank van Dongen, Anet Weterings (allen PBL), Or Levkovich, Jan Rouwendal (beiden ASRE), Ashley Klapwijk, Rob Nijskens (beiden DNB).

Met dank aan: Bjorn Volkerink (Ministerie van EZ), Ries van der Wouden (PBL), Leo Uittenbogaard (ASRE), Erik van den Eijnden (Ministerie van IenM) en Vincent van der Gun (Ministerie van IenM) voor hun commentaar op een eerdere versie van deze studie.

Redactie figuren

Beeldredactie PBL

Eindredactie en productie

Uitgeverij PBL

Delen uit deze publicatie mogen worden overgenomen op voorwaarde van bronvermelding: Buitelaar, E. (2017), *Divergentie op de kantorenmarkt. Een onderzoek naar uitblijvend marktevenwicht*, Den Haag / Amsterdam: PBL en ASRE.

Het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) is het nationale instituut voor strategische beleidsanalyses op het gebied van milieu, natuur en ruimte. Het PBL draagt bij aan de kwaliteit van de politiek-bestuurlijke afweging door het verrichten van verkenningen, analyses en evaluaties waarbij een integrale benadering vooropstaat. Het PBL is vóór alles beleidsgericht. Het verricht zijn onderzoek gevraagd en ongevraagd, onafhankelijk en wetenschappelijk gefundeerd.

De Amsterdam School of Real Estate (ASRE) is het kennisinstituut voor vastgoedkunde. De ASRE is een zelfstandige en onafhankelijke stichting, die is ontstaan als gevolg van een gezamenlijk initiatief van de vastgoedbrancheorganisaties, de Rijksoverheid en de Universiteit van Amsterdam. De ASRE richt zich op onderwijs, onderzoek en informatieverschaffing over vastgoedkunde.

Inhoud

Samenvatting	4
1 Inleiding	8
2 De kantoorgebruikersmarkt	9
2.1 Ontwikkelingen in de kantorenmarkt	9
2.2 Toekomstige kantoorbehoefte	11
3 De kantoorbeleggersmarkt	13
3.1 Herstel van het transactievolume en de -prijzen	13
3.2 'Wall of money' en beleggingsdrang	16
3.3 Stabiele rendementen en aantrekkelijke cumulatieve rendementen	18
3.4 Verhouding risico-rendement	19
3.5 Bescherming tegen inflatie	20
3.6 Diversificatie van de portefeuille	21
3.7 Nadelen van beleggen in vastgoed en manieren om daarmee om te gaan	21
4 Negatieve effecten en beleid	23
4.1 Lokale negatieve externe effecten	23
4.2 Negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit	24
4.3 Beleid	26
Literatuur	29

Samenvatting

Ondanks een recente daling van de leegstand, blijkt de kantorenmarkt over een langere periode gezien een zeer ontspannen markt te zijn met een hoog leegstandspercentage. In de economische theorie wordt een proces beschreven en voorspeld waarin de markt naar een evenwicht tendeeert. Maar in de Nederlandse kantorenmarkt voltrekt dit proces zich niet of slechts zeer traag, zeker in vergelijking met andere landen. Hoe komt dat? Wat zijn de (negatieve) effecten daarvan? En wat kan daar beleidsmatig aan worden gedaan?

Divergentie gebruikers- en beleggersmarkt

De leegstand van kantoren is voor een belangrijk deel het gevolg van divergentie tussen de markt van kantoorgebruikers en die van kantoorbeleggers. Op de gebruikersmarkt is vanaf ongeveer het jaar 2000 het kantoorgebruik achtergebleven bij de groei van de kantorenvoorraad. Ook op de middellange (2030) en lange (2050) termijn valt niet te verwachten dat de kantoorbehoefte in Nederland de omvang van de huidige voorraad overstijgt. De formele brutocontracturen zijn overigens niet in gelijke mate gedaald. De effectieve huurprijzen lagen evenwel lager, doordat beleggers, vooral voor gebouwen en in gebieden waar weinig vraag naar is, zijn overgegaan tot het verstrekken van zogenoemde huurincentives, zoals het aanbieden van huurvrije periodes of een tegemoetkoming in de inrichtingskosten.

Op de beleggersmarkt daarentegen stegen tot aan het crisisjaar 2008 de transactie-prijzen onverminderd door. En ook recent, na een forse daling, stijgen de prijzen weer. Die recente stijging lijkt vooral gedreven door een ruime kapitaalbeschikbaarheid, in combinatie met een lage rente. Dit leidt tot beleggingsdrang, die zich op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt vooral manifesteert in een toename van buitenlandse beleggers. Recente voorbeelden hiervan zijn De Rotterdam op de Kop van Zuid in Rotterdam (2016) en het Atrium op de Zuidas in Amsterdam (2017), die voor respectievelijk ongeveer 350 miljoen en 500 miljoen euro door buitenlandse partijen werden verworven. Daar staat tegenover dat Nederlandse institutionele beleggers steeds minder in Nederland en steeds meer in het buitenland investeren. Dit komt voor een deel door de interesse van buitenlandse partijen in Nederlands vastgoed. Maar ook een strategie van portefeuillediversificatie en spreiding van risico's (over meerdere landen) kunnen een rol spelen.

De grote kapitaalbeschikbaarheid, de lage rente en het effect dat die hebben op vastgoedprijzen en -volumes zijn min of meer incidenteel. Vastgoed heeft daarnaast meer structurele kenmerken die het aantrekkelijk maakt als beleggingscategorie. Die voordelen zijn stabiele jaarlijkse directe rendementen (bij verhuur), hoge cumulatieve rendementen en relatief (ten opzichte van beleggingen in aandelen en obligaties) lage risico's. Daarbij moet wel worden aangemerkt dat de prestaties van vastgoed veelal worden gemeten via taxaties in plaats van gerealiseerde prijzen, waardoor er enige vertekening is van het rendement en de risico's. Daarnaast passen kantoren (en vastgoed in het algemeen) goed in de portefeuillemix, omdat het rendement in de tijd nauwelijks samenhangt met dat van aandelen en obligaties, waardoor de risico's worden gespreid. Tot slot wordt inflatiebescherming vaak als argument genoemd om te beleggen in vastgoed. In de praktijk blijkt evenwel dat de inkomsten uit vastgoed de inflatie over de lange termijn niet kunnen bijhouden. Dit kan duiden op een voor beleggers gering belang van dit argument, of op een verkeerde inschatting.

Daarnaast proberen beleggers de nadelen van beleggingen in vastgoed die er ook zijn (zoals de hoge aanvangsinvesteringen) te beperken door meer indirect (in beursgenoteerde vastgoedfondsen) en minder direct (in het kopen/exploiteren van vastgoed) te gaan beleggen. Dit proces is sinds 2000 in een stroomversnelling geraakt. Door toenemende fondsvorming en het gebruik van gespecialiseerde vastgoedvermogensbeheerders worden nadelen zoals de illiquiditeit ('het geld zit vast in stenen'), het kennisintensieve karakter (elk kantoor is uniek) en de hoge aanvangsinvesteringen van vastgoed sterk verminderd.

Effecten van leegstand

Is leegstand een maatschappelijk probleem? En zo ja, wanneer? Redenerend vanuit de welvaartseconomie kan worden gesteld dat leegstand in eerste instantie een privaat probleem is, een probleem van de eigenaar. Deze loopt inkomsten mis en zal dus op zoek moeten gaan naar nieuwe huurders of een alternatief gebruik. Pas wanneer er negatieve externe effecten zijn, zoals lagere huizenprijzen in de omgeving van leegstaande kantoren door verloedering en leefbaarheidsproblemen, ontstaat een maatschappelijk probleem. Toch is er hier vooralsnog geen bewijs voor, noch vanuit de literatuur (nationaal en internationaal), noch vanuit eigen empirische analyses.

Daarnaast kan kantoorleegstand negatieve gevolgen hebben voor de stabiliteit van het financiële systeem. Dit effect lijkt beperkt. Nederlandse institutionele beleggers beleggen zeer beperkt in Nederlands commercieel vastgoed in het algemeen en nog

minder in kantoren specifiek. Bovendien neemt het belegd vermogen in Nederlands vastgoed af. De risico's van Nederlandse grootbanken zijn daarbij groter dan die van institutionele beleggers: binnen de 'leningscategorie' commercieel vastgoed is het aandeel problemleningen relatief groot. De risico's nemen in de afgelopen jaren wel af door een daling van de productie van vastgoedleningen en de verkoop van problemleningen door banken.

Beleidsopties

Wanneer beleidsmakers de kantorenleegstand actief willen verminderen, dan kan dat door het ontmoedigen van nieuwbouw en het stimuleren van onttrekkingen. Dit kan door slechts zeer selectief plannen voor (vervangings)nieuwbouw vast te stellen of selectief bestaande plannen te schrappen. Empirisch onderzoek laat zien dat gemeenten en provincies stringenter omgaan met planologische ruimte voor nieuwe kantoren. Vooral de provincie Utrecht gaat hier ver in door bestaande overvloedige plancapaciteit van gemeenten (juridisch bindend) te schrappen.

De vraag is of en in welke mate die restrictiviteit gehandhaafd blijft, nu op sommige plekken de ingebruikname van leegstaande kantooruimte weer toeneemt of wordt verwacht dat dit gaat gebeuren (door bijvoorbeeld Brexit). De kans bestaat dat er, ook in ontspannen kantorenmarkten, hernieuwd plan(over)optimisme ontstaat. Er zijn inmiddels alweer signalen dat gemeenten kantoortontwikkeling mogelijk willen maken op plekken waar nog altijd veel leegstand is.¹ Gelet op de lange doorlooptijd van nieuwbouw is de kans groot dat bij oplevering de extra vraag naar kantoren (als die er al is) alweer is gedaald en er dus extra leegstand ontstaat.² Vooral provincies kunnen een rol spelen bij het beteugelen van overoptimisme. Zij kunnen eventuele concurrentie tussen gemeenten, en overmatige plancapaciteit als gevolg daarvan, bedwingen via algemene regels in de provinciale ruimtelijke verordeningen.

Daarnaast kunnen onttrekkingen worden gestimuleerd door sloop en transformatie in andere functies, vooral woningbouw, voor zover de locatie dat toestaat. Het aantal onttrekkingen ligt in de laatste jaren net boven het aantal toevoegingen, maar

¹ Zie bijvoorbeeld: 'Rotterdam wil nieuwe kantoortorens bij station', in Vastgoedmarkt. Geraadpleegd op 22 mei 2017: <http://www.vastgoedmarkt.nl/projectontwikkeling/nieuws/2017/5/rotterdam-wil-nieuwe-kantorentorens-bij-station-101122072>.

² Zie ook interview met Peter van Gool in PropertyNL van 18 mei 2017. Geraadpleegd op 18 mei 2017: <https://propertynl.com/Nieuws/Van-Gool-/8569bb0e-2f94-49be-ba0d-82cc76dcb00b>.

onttrekken kan nog verder worden gestimuleerd.³ Hier kan regelgeving voor verduurzaming van de bestaande kantorenvorraad behulpzaam zijn. Er lijken zogeheten 'meekoppelende belangen' te zijn. Wanneer de energieprestatieregels voldoende stringent zijn, komen beleggers (eerder) voor de financiële afweging te staan: continueren van het huidige (kantoor)gebruik of transformeren naar andere functies zoals wonen. Dit hoeft niet nadelig te zijn voor beleggers: kantoren met betere energieprestaties genereren hogere huurinkomsten. Dus wanneer die hogere inkomsten op de langere termijn opwegen tegen de investeringskosten, dan ontstaat een businesscase. Zowel het leegstands- als het energietransitiedossier kan hiermee worden gediend. In 2023 moeten alle kantoren minimaal energielabel C hebben, anders mogen ze niet meer als kantoor worden gebruikt. Verdere aanscherping ligt met het oog op de klimaatdoelstellingen voor de hand. Regelgeving voor energieprestaties ligt primair op het bord van de Rijksoverheid.

Meer algemeen kan de marktwerking worden verbeterd door meer transparantie. De kantorenmarkt en andere vastgoedmarkten zijn relatief (ten opzichte van andere investeringsmarkten) weinig transparant. Dat is deels inherent aan een markt die wordt gekenmerkt door weinig transacties. Maar dit wordt verder versterkt door de beperkte en gefragmenteerde beschikbaarheid van data en informatie. Ondanks een aantal recente initiatieven vanuit 'de markt' (waaronder de oprichting van de Stichting Vastgoeddata, StiVAD⁴), is hier ruimte voor verbetering. Het is sterk de vraag of de nagestreefde zelforganisatie voldoende effectief zal zijn; daarvoor lijken de belangen(tegenstellingen) te groot. De wenselijkheid en de haalbaarheid van het eenzijdig opleggen van een transparantieverplichting vanuit de Rijksoverheid zouden verder kunnen worden onderzocht.

³ Eerder hebben we gesuggereerd dat fiscale regels belemmerend kunnen werken voor onttrekkingen, door middel van transformatie, maar de mate waarin dit het geval is en hoe dat kan worden beperkt, moet verder worden verkend (Buitelaar et al. 2013).

⁴ Meer informatie, onder andere over de deelnemers, is te vinden op: <https://stivad.nl/>.

1 Inleiding

De kantorenmarkt blijkt over een langere periode gezien een zeer ontspannen markt te zijn met een hoog leegstandspercentage. In de economische theorie wordt voor kantoren een proces beschreven en voorspeld waarin de markt naar een evenwicht tendeeert (*market clearing*). Maar in de Nederlandse kantorenmarkt voltrekt dit proces zich niet of slechts zeer traag, zeker in vergelijking met andere landen. De recente bescheiden daling van de leegstand op kansrijke locaties doet daar niks aan af. Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken (directie Algemene Economische Politiek) onderzoeken het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) en de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) in de voorliggende studie hoe dat komt, wat de (negatieve) effecten daarvan zijn en wat er beleidsmatig aan kan worden gedaan. Daartoe maken we gebruik van wetenschappelijke literatuur en verschillende recente empirische studies van – vooral – het PBL en de ASRE (zie Buitelaar et al. 2016, 2017; PBL & Deloitte 2016; Klapwijk et al. 2017).

We gaan in hoofdstuk 2 in op ontwikkelingen in de vraag naar (het gebruik van) kantoren en de huurprijsontwikkeling sinds het einde van de 20^e eeuw, alsook op de mogelijke toekomstige behoefte aan kantooruimte. In hoofdstuk 3 bespreken we ontwikkelingen op de beleggingsmarkt voor kantoren. We kijken naar het transactievolume en de transactiepreizen, en naar de factoren die tot kantoorbeleggingen leiden. In hoofdstuk 4 onderzoeken we welke negatieve maatschappelijke effecten leegstand heeft en met welk (ruimtelijk) beleid de kantoorleegstand kan worden tegengegaan.

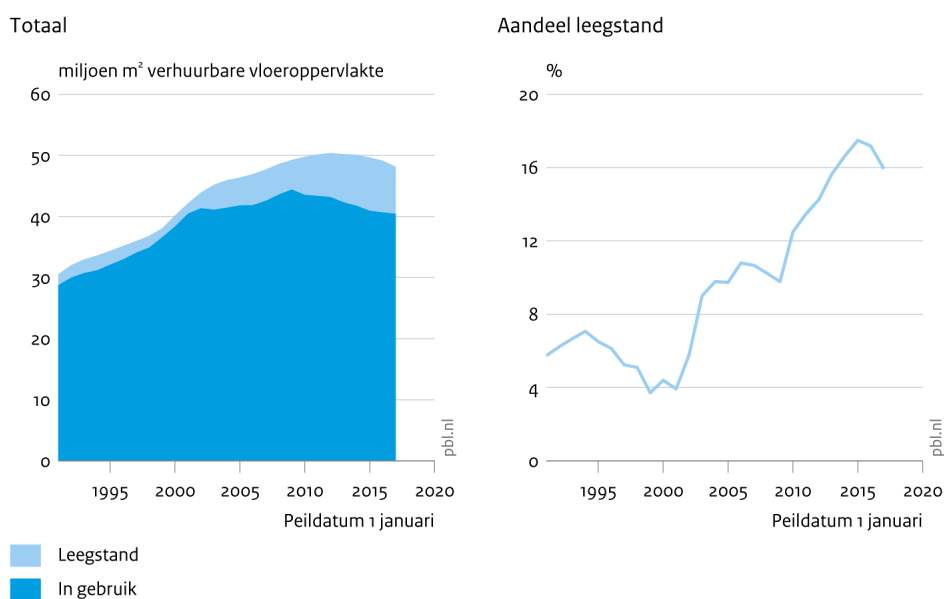
2 De kantoor-gebruikersmarkt

2.1 Ontwikkelingen in de kantorenmarkt

Tussen 2000 en 2008 nam de voorraad kantoren sterker toe dan de vraag ernaar (het gebruik ervan). Na 2008 is de vraag naar kantoorruimte gedaald, en is het gat tussen de totale voorraad en de in gebruik zijnde voorraad verder vergroot (figuur 2.1). Recent is de leegstand van kantoren iets gedaald, vooral door toegenomen ingebruikname van leegstaande kantoorruimte (ook wel 'opname' genoemd) in de regio Amsterdam (NVM Business 2017). In internationaal perspectief is de leegstand nog altijd zonder meer hoog te noemen. Volgens BNP Paribas (2017) had Amsterdam eind 2016 een kantoorleegstand van ruim 13 procent; van alle grote Europese kantorenmarkten had alleen Warschau een hoger aandeel (15 procent) (BNP Paribas 2017).

De (formele) huurprijsontwikkeling van zowel de oud- als nieuwbouw houdt geen gelijke tred met de ontwikkeling van de leegstand. De huurprijzen voor nieuwbouw

Figuur 2.1
Oppervlakte van kantoren



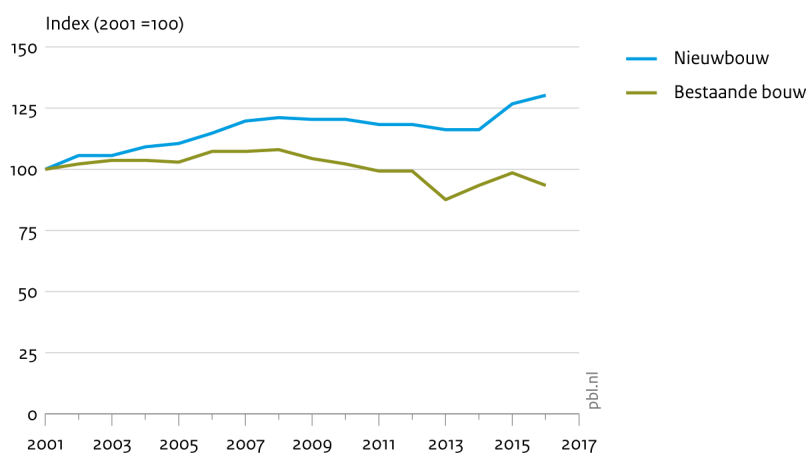
Bron: Bak; bewerking PBL

stegen tot 2008, bleven daarna stabiel en stijgen weer sinds 2014. De huurprijzen van oudbouw stegen ook (licht) tot 2008, zijn dan tot 2013 gedaald en hebben zich daarna licht hersteld (figuur 2.2). In diezelfde periode is de leegstand vrijwel onafgebroken toegenomen.

Deze ogenschijnlijke discrepantie heeft verschillende oorzaken. Allereerst is er de heterogeniteit van de markt. Omdat het hier om gemiddelde huurprijzen gaat, kan het zo zijn dat zeer aantrekkelijke locaties en gebouwen (zoals in Amsterdam) huurprijsdalingen elders compenseren en maskeren. De huurprijsdata zijn gebaseerd op nieuwe huurtransacties. In het algemeen zijn het de betere gebouwen op de betere locaties die (opnieuw) worden verhuurd, terwijl de mindere onverhuurd achterblijven. De onverhuurde kantoren hebben door het gebrek aan huurders ook geen huurprijzen. Deze situatie kan erop duiden dat er in de kantorenmarkt een steeds grotere tweedeling ontstaat tussen ontspannen (lokale) markten en enkele gespannen lokale markten (zie bijvoorbeeld ook Syntrus Achmea 2015b; NVM Business 2016).

Zulke incentives zijn geen exclusief Nederlands verschijnsel, ze komen ook elders voor (Crosby & Murdoch 1994; DTZ Zadelhoff 2013; French 2001; Wyatt 2013). De omvang varieert sterk, afhankelijk van de aantrekkelijkheid van het gebouw en de locatie. In het centrum van Amsterdam maken incentives ongeveer 6 procent van de brutocontractuur uit, op de Zuidas 17 procent en in Amstel III (het gebied tussen het Amsterdams Medisch Centrum (AMC) en de Amsterdam Arena) 33 procent (DTZ Zadelhoff 2013; Van Gool 2011). Uit recent empirisch onderzoek blijkt dat

Figuur 2.2
Huurprijs van kantoren



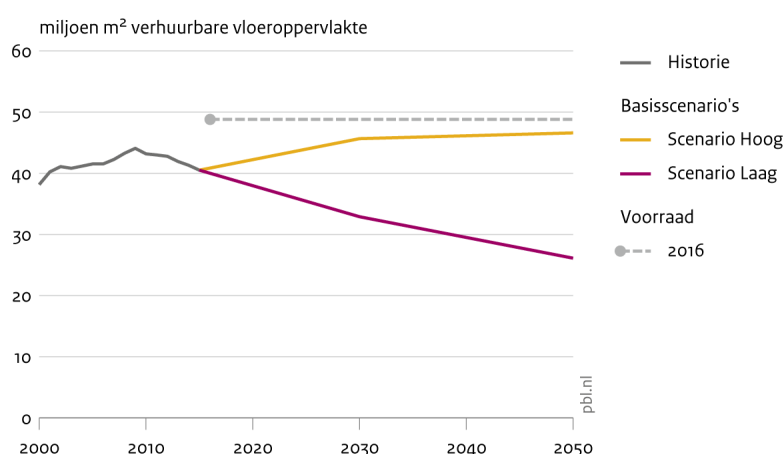
Bron: Bak 2016

kantoreigenaren bij een oplopende leegstand in eerste instantie huurincentives verstrekken, en pas na een langjarige en aanhoudende leegstandstoename overgaan op verlaging van de formele contractuurprijzen (Buitelaar 2015). Kortom, huurprijzen – anders dan koopprijzen (zie hoofdstuk 3 voor de ASRE-prijsindex voor commercieel vastgoed) – vormen geen goede ‘thermometer’ voor de kantorenmarkt. We komen in het volgende hoofdstuk terug op de oorzaken en implicaties van het verstrekken van huurincentives.

2.2 Toekomstige kantoorbehoefte

In *De toekomst van kantoren* hebben het PBL en CPB laten zien dat zelfs in het hoogste basisscenario voor kantoorbehoefte de totale omvang van de kantorenvoorraad waarschijnlijk toereikend is om de behoefte op te vangen (zie Buitelaar et al. 2017). Of de kantoorbehoefte zal toe- of afnemen, is afhankelijk van de economische groei, sectorale ontwikkelingen, het aandeel kantoorbanen en het aantal vierkante meters kantoor per baan. Wanneer wordt uitgegaan van een scenario met een sterke economische groei, bedraagt de kantoorbehoefte in 2050 ongeveer 48 miljoen vierkante meter (figuur 2.3). Dat is 95 procent van de omvang van de huidige kantorenvoorraad. Dat hoge basisscenario gaat gepaard met een terugkeer van het aandeel kantoorbanen naar pre-recessieniveau – dit aandeel is na 2008 gedaald – en een lichte daling van het aantal kantoometers per baan in 2050.⁵

Figuur 2.3
Kantoorbehoefte volgens basisscenario's



Bron: LISA en Bak; CPB & PBL 2015; bewerking PBL

⁵ Dit is gebaseerd op cijfers van een aantal grote kantoorgebruikers en recent afgesloten huurcontracten (Buitelaar et al. 2017; Ossokina 2012).

In het lage basisscenario daalt zowel het totale aantal banen, als het aandeel kantoorbanen, door minder groei in de zakelijke dienstverlening. Hierdoor daalt de kantoorbehoefte naar een oppervlak van minder dan 30 miljoen vierkante meter (figuur 2.3). In 2030 komt dat neer op 67 procent van de huidige voorraad, en in 2050 op 54 procent.

Wél verschilt het aantal benodigde vierkante meters kantoorruimte per provincie en regio. In het hoge groeiscenario zouden, bij een gelijkblijvende kantorenvoorraad en rekening houdend met een benodigde frictieleegstand (leegstand die nodig is voor voldoende 'schuifruimte' voor verhuizende bedrijven) van 5 procent (EIB 2012), mogelijk tekorten kunnen ontstaan in de provincies Flevoland, Zuid-Holland, Utrecht en Noord-Holland, zij het vooral op de langere termijn (2030-2050).

Kortom, het gebruik van kantoren blijft al jaren achter bij de voorraad, en het valt ook niet te verwachten dat de behoefte op (middel)lange termijn de omvang van de huidige voorraad gaat overstijgen.

3 De kantoor- beleggersmarkt

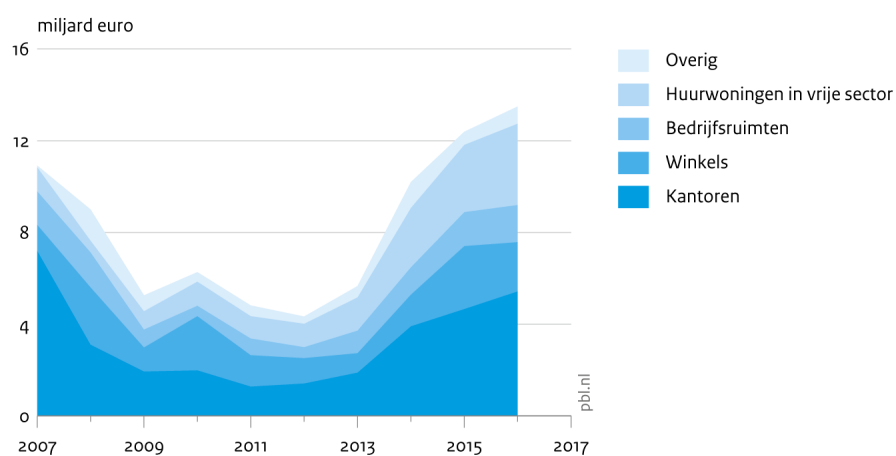
In dit hoofdstuk bespreken we ontwikkelingen op de kantoorbeleggingsmarkt; volgens Bak (2017) bestaat ongeveer 65 procent van de kantorenmarkt uit beleggingsobjecten, de rest uit objecten in handen van eigenaren-gebruikers. We richten ons daarbij eerst op de ontwikkeling van het (beleggings)transactievolume en op de ontwikkeling van de transactiepreizen (paragraaf 3.1). Vervolgens gaan we op zoek naar de factoren die leiden tot vastgoedbeleggingen, en kantoorbeleggingen in het bijzonder (paragraaf 3.2 tot en met 3.6). Tot slot gaan we in op een aantal 'klassieke' nadelen van het beleggen in vastgoed en de manier waarop beleggers die proberen te verminderen, zodat vastgoedbeleggingen toch aantrekkelijk worden of blijven (paragraaf 3.7).

3.1 Herstel van het transactievolume en de -prijzen

Beleggingstransactievolume

De vraag naar kantoren daalt, maar het beleggingstransactievolume is alweer enkele jaren aan het stijgen. Figuur 3.1 laat zien dat de omvang van de kantoorbeleggingen en het aandeel hiervan in het totaal van vastgoedbeleggingen

Figuur 3.1
Transactievolume per vastgoedsegment in Nederland

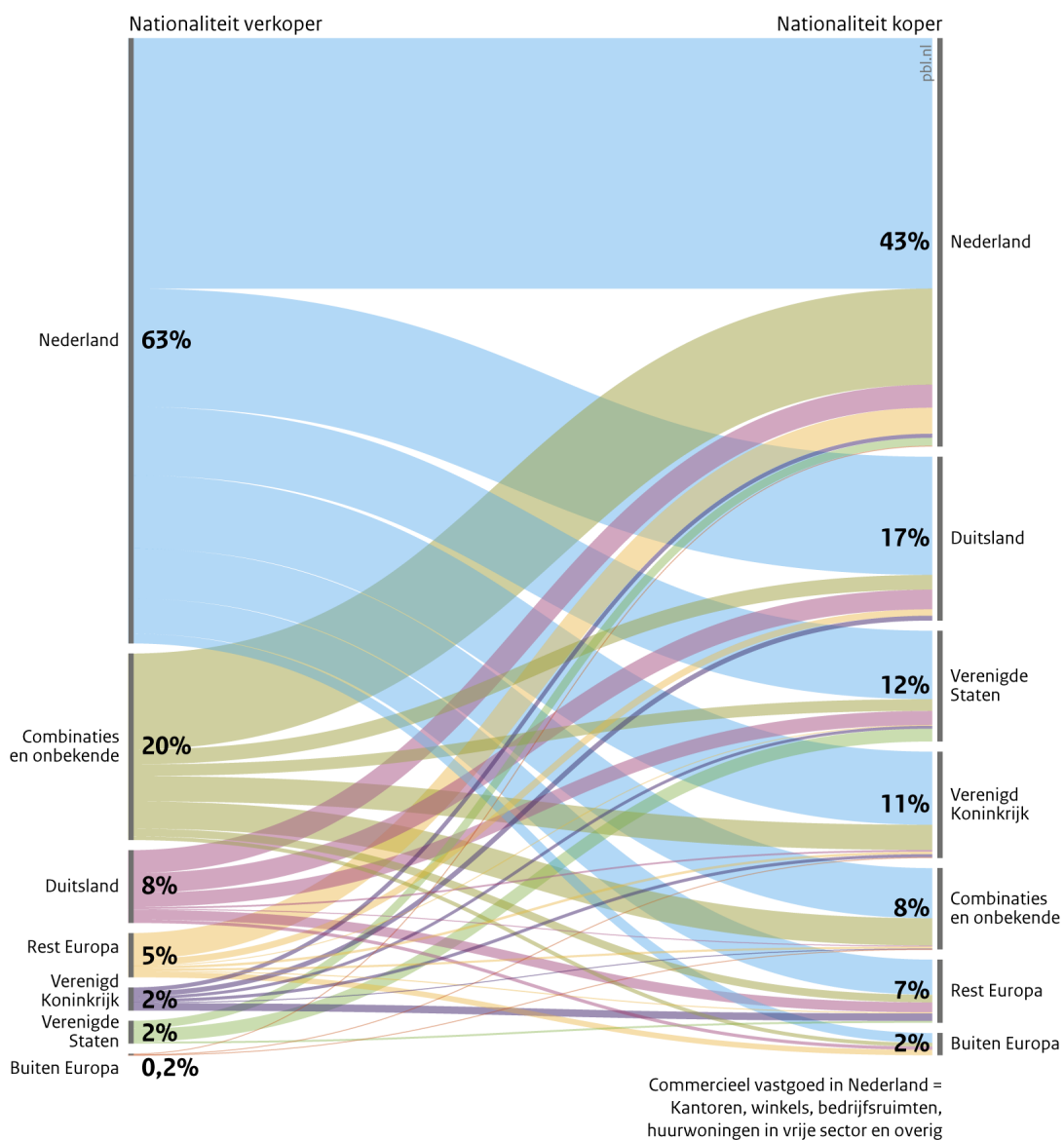


Bron: PropertyNL Research

weliswaar kleiner zijn dan vóór de financiële crisis (in de jaren 2007 en 2008), maar ook dat kantoren nog altijd de grootste beleggingscategorie zijn. Let wel, het gaat hier om het jaarlijkse transactievolume (de *flow*), niet om het totaal belegd vermogen (de *stock*⁶). Op het laatste gaan we in het volgende hoofdstuk in. De stijging van het transactievolume komt vooral voor rekening van buitenlandse beleggers. In toenemende mate zijn buitenlandse partijen de kopende partij. In de periode 2009-2015 was gemiddeld ongeveer 50 procent van het onderzochte transactievolume belegd door buitenlandse beleggers (PBL & Deloitte 2016).

Figuur 3.2

Transactievolume commercieel vastgoed gemeten in euro's naar nationaliteit, 2009 – 2015



Bron: Vastgoed Journaal, bewerking PBL en Deloitte

⁶ Morgan Stanley Capital International (MSCI) gaat uit van een totale vastgoedbeleggingsmarkt in 2015 van ongeveer 112 miljard euro (125 miljard dollar; koers 1 juni 2017) (MSCI IPD 2016: 20).

11 april 2017 was het voorlopige hoogtepunt, met de hoogste transactieprijs voor een enkel object (*single asset*-transactie) ooit: een Franse belegger verwierf het Atrium aan de Zuidas in Amsterdam voor 500 miljoen euro.⁷ Het aandeel van Nederlandse *kopende* beleggers is in de periode 2009-2015 sterk afgenomen in vergelijking met dat van Nederlandse *verkopende* beleggers (figuur 3.2). Het merendeel van de buitenlandse transacties is toe te rekenen aan Duitsland, gevolgd door de Verenigde Staten en daarna het Verenigd Koninkrijk. Het geïnvesteerd vermogen vanuit Aziatische landen is in deze periode nog beperkt in vergelijking met andere landen. Voor het overgrote deel worden de transacties in Amsterdam gesloten. Het gaat hier zowel om vastgoed op aantrekkelijke locaties met hoge prijzen en relatief lage aanvangsrendementen, als om de lager geprijsde en potentieel hoger renderende objecten.

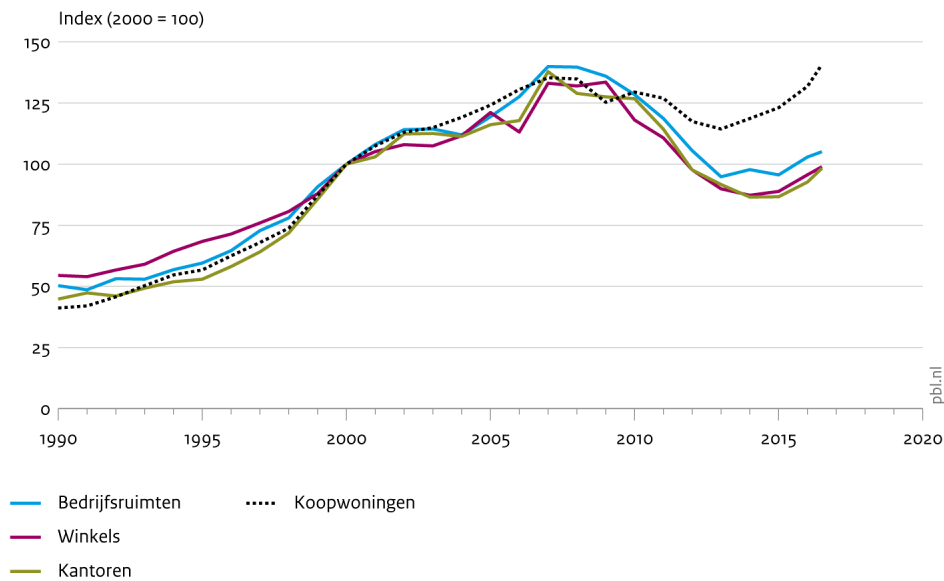
De effecten van het toenemende buitenlandse belang zijn overigens moeilijk te bepalen en niet eenduidig. Meer vraag vanuit het buitenland drijft prijzen op. Bovendien zijn buitenlandse beleggers vaker moeilijker bereikbaar en aanspreekbaar op de leegstand en het onderhoud van hun vastgoed. Tegelijkertijd leiden meer buitenlandse verwervingen van Nederlands vastgoed ertoe dat het Nederlandse financiële systeem minder risico loopt; we bespreken dit verder in hoofdstuk 4.

Prijzontwikkeling

Het beleggingstransactievolume zegt niet alles; de heterogeniteit van de markt komt erin niet tot uitdrukking. In tijden van neergaande markten kunnen hoge transactievolumes vooral handel in gebouwen en portefeuilles met een aantrekkelijk (direct) rendement reflecteren (een *flight to quality*, zie Eurostat 2016). Er zit dan, kortom, een bias in de cijfers.

In de vastgoedmarkt ontbrak het tot voor kort aan een op transactiepreizen gebaseerde index die corrigeert voor de heterogeniteit van de markt. De ASRE heeft, met medewerking van NVM Business, in 2016 een dergelijke index ontwikkeld (Buitelaar et al. 2016). Deze index corrigeert onder andere voor de leeftijd, locatie en omvang van het vastgoed. Figuur 3.3 toont het resultaat (voor de duidelijkheid: het gaat hier om kooptransactiepreizen; in figuur 1.2 gaat het om huurtransactiepreizen). Uit de figuur blijkt dat er sinds kort weer een stijging van vastgoedpreizen is, waaronder dus ook van kantoren. Het prijsniveau en de stijging blijven evenwel nog fors achter bij de koopwoningmarkt (de stippellijn in figuur 3.3).

Figuur 3.3
Prijzen van commercieel vastgoed



Bron: ASRE, op basis van NVM Business, Strabo en StiVAD

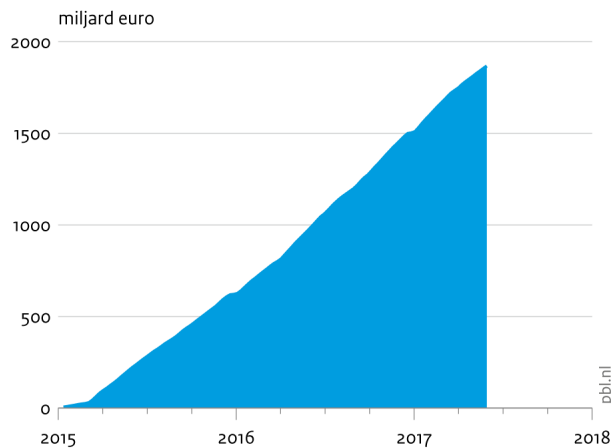
Deze prijsindex heeft een andere ontwikkeling en veel grotere volatiliteit (beweeglijkheid) dan de veel gebruikte benchmarkindex van Morgan Stanley Capital International (MSCI, voorheen IPD) (Buitelaar et al. 2016: 46). Dit heeft een aantal redenen. Allereerst zijn bij de MSCI-index alleen grote beleggers betrokken, met naar verwachting een gemiddeld genomen hogere kwaliteit gebouwen en locaties in portefeuille. Ten tweede gaat het in figuur 3.3 om daadwerkelijk waargenomen transactiepreizen, terwijl het bij de MSCI-index gaat om rendementsberekeningen op basis van waarderingen. Waarderingen hebben de neiging om prijsontwikkelingen vertraagd en afgevlakt op te pikken (zie verderop in dit hoofdstuk).

3.2 'Wall of money' en beleggingsdrang

Een belangrijke factor achter het recente herstel van het beleggingsvolume en van de prijzen is de ruime beschikbaarheid van te beleggen vermogen. In de beleggingswereld duikt (wederom) de term *wall of money* op (Buitelaar & Van Dongen 2016; Syntrus Achmea 2015a; Zuidema 2014), ter aanduiding van de enorme bedragen die beleggers aan liquide middelen hebben. Die omvangrijke kapitaalpositie wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt door het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB) (sinds 2015), en eerder al van de Amerikaanse Federal

Figuur 3.4

Totaal aan opgekochte staatsobligaties in Europa door Europese Centrale Bank



Bron: ECB

Reserve (FED), ook wel kwantitatieve geldverruiming (*quantitative easing*, QE) genoemd.⁸ Dit houdt in dat de ECB vooral op grote schaal staatsobligaties opkoopt. Figuur 3.4 geeft de omvang en de ontwikkeling van deze kwantitatieve verruiming weer.

Het gevolg van kwantitatieve geldverruiming is dus dat financiële instellingen, waaronder institutionele beleggers, kapitaal in handen krijgen. Bovendien wordt hierdoor de rente op staatsobligaties gedrukt, en daarmee het rendement voor beleggers. Dit leidt ertoe dat beleggers naar mogelijkheden moeten gaan zoeken om hun vermogen te herbeleggen in andere investeringen dan staatsobligaties. Dat herbeleggen doen ze vooral in aandelen en vastgoed, en dus ook in kantoren. Die beleggingsdrang en het prijsopdrijvend effect ervan zijn niet exclusief Nederlands, maar meer algemene verschijnselen op internationale vastgoedbeleggingsmarkten: 'based on historical returns data and conventional portfolio allocation models, then, the share of real estate investments going to the office markets of world cities [...] seems hard to justify' en 'capital flows and capital availability influence asset prices both generally and within an asset class. Where there is "excess' capital" in the global economy seeking investment opportunities, interest rates will be forced downward with the lower discount rate increasing the value of future expected cash flows and raising asset prices' (Lizieri 2009: 171 en 181). Dit is precies wat momenteel ook in de Nederlandse vastgoed- en kantorenmarkt lijkt te gebeuren.

⁸ QE betekent kwantitatieve verruiming (van de balans) en is gericht op het verhogen van de inflatie met als bovengeschildt doel het stimuleren van de economie. Het werkt als volgt: de centrale bank creëert geld en koopt daarmee staatsobligaties van banken, pensioenfondsen, verzekeraars. Die partijen moeten dat geld dan opnieuw gaan investeren, hetgeen een voor de economie stimulerende werking zou moeten hebben.

De grote kapitaalbeschikbaarheid, de lage rente en het effect dat die hebben op vastgoedprijzen en -volumes zijn min of meer incidenteel. Vastgoed heeft daarnaast meer structurele kenmerken die het aantrekkelijk maakt als beleggingscategorie. In de literatuur worden verschillende argumenten aangehaald die beleggers doen besluiten om in vastgoed in het algemeen en kantoren in het bijzonder te beleggen (zie bijvoorbeeld Van Gool 2016; Van Gool et al. 2007; Hudson-Wilson et al. 2005). We bespreken deze argumenten verder in de volgende paragrafen:

- stabiele (directe) rendementen (3.3);
- aantrekkelijke cumulatieve rendementen (3.3);
- gunstige verhouding risico–rendement (3.4);
- inflatiebescherming (3.5);
- portefeuillediversificatie (3.6).

3.3 Stabiele rendementen en aantrekkelijke cumulatieve rendementen

Misschien wel de belangrijkste reden voor vastgoedbeleggingen, in vergelijking tot alternatieven, is het stabiele karakter van de rendementen, vooral het directe rendement⁹ en de aantrekkelijke cumulatieve rendementen. De totaalrendementen van vastgoed zijn stabielier dan die van aandelen en obligaties. In de periode 1977-2015 waren er in het vastgoed in het algemeen en in de kantorenmarkt in het bijzonder geen grote negatieve (maar ook geen grote positieve) uitschieters (tabel 3.1).

In Nederland scoren de rendementen van vastgoed, obligaties en aandelen cumulatief gezien over een langere periode ongeveer even goed. Nederlands vastgoed scoort daarmee lager dan Amerikaans en Brits vastgoed – zij het dat het in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk meer schommelt –, maar weer (veel) hoger dan Duits vastgoed (Van Gool 2016: 35-36).

⁹ In de beleggingskunde wordt onderscheid gemaakt tussen direct en indirect rendement. Direct rendement, ook wel exploitatierendement genoemd, is het rendement dat wordt veroorzaakt door de kasstroom (de exploitatie-inkomsten minus de -kosten). Het indirect rendement komt voort uit de (ingeschatte) waardeontwikkeling van het beleggingsobject. Bij elkaar opgeteld wordt gesproken van totaalrendement.

Tabel 3.1 Laagste totaalrendement in Nederland in de periode 1977-2015

Beleggingscategorie	Laagste totaalrendement	Jaar
Direct vastgoed (totaal)	-0,2%	2009
Kantoren	-4,7%	1992
Winkels	-5,0%	1981
Woningen	-2,3%	1994
Aandelen	-52,3%	2008
Obligaties	-8,8%	1999

Bron: Van Gool (2016)

3.4 Verhouding risico-rendement

Vastgoed wordt ook gewaardeerd als beleggingscategorie vanwege zijn vermeende aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Daarbij scoort direct beleggen in vastgoed (direct vastgoed), in de vorm van zélf een object kopen/exploiteren, hoger/beter dan investeren in aandelen of obligaties en beleggen in (beursgenoteerde) vastgoedfondsen (indirect vastgoed). De rendementen van vastgoed zijn relatief hoog en de risico's relatief beperkt. Dit wordt doorgaans gemeten met behulp van de Sharpe-ratio, waarbij geldt: hoe hoger de ratio, hoe beter de risico-rendementsverhouding.¹⁰ De Sharpe-ratio van het directe vastgoed in Nederland over de periode 1995-2015 was 0,9, die van aandelen en obligaties respectievelijk 0,3 en 0,7 (Van Gool 2016: 36-37).

Intransparantie van een dunne markt

Bij de hiervoor besproken stabiliteit en aantrekkelijkheid van rendementen en de beperkte risico's moet wel de kanttekening worden geplaatst dat vastgoedmarkten intransparant zijn, in ieder geval intransparanter dan andere beleggingsmarkten, waardoor de prestaties kunnen zijn vertekend.

De beleggingsmarkt is een 'dunne' markt, wat wil zeggen dat er weinig transacties plaatsvinden. Transactiepreizen vormen als gevolg hiervan maar in zeer beperkte mate een indicator van de marktomstandigheden; een paar atypische transacties kunnen het algemene beeld al behoorlijk vertekenen (Francke 2010). Daarom worden marktprestaties beoordeeld en investeringsbeslissingen genomen op grond van

¹⁰ Met deze maat wordt het gemiddelde rendement over een bepaalde periode verminderd met de risico-vrije rente en vervolgens gedeeld door de standaarddeviatie van het jaarlijkse rendement in die periode.

taxaties in plaats van transactiepreizen, zoals dat bij aandelen en obligaties wel gebruikelijk is. Bij taxaties speelt een zekere mate van subjectiviteit (taxeren is mensenwerk) en 'padafhankelijkheid' (taxateurs zijn vanwege de onzekerheid geneigd bij hun taxaties naar hun eigen voorgaande taxaties te kijken) een rol. Dit leidt tot vertraging (*lagging*) en afvlakking (*smoothing*) van metingen (Van Gool et al. 2007; McAllister et al. 2003). Wanneer een markt een neerwaartse beweging maakt, is dat bijvoorbeeld pas laat te zien in de taxaties, waardoor de omstandigheden lang rooskleuriger lijken dan ze zijn. Een goede illustratie van die subjectiviteit/padafhankelijkheid is ook dat een taxateurswissel in tijden van neergang een significant negatief effect (van gemiddeld maar liefst –8,8 procent bij kantoren) blijkt te hebben op de waardering van vastgoed (Van der Werf & Huibers 2015).

Die intransparantie biedt ook ruimte voor opportunistisch handelen. Een teken van intransparantie, en tegelijkertijd een versterkende factor, is het gebruik van huurincentives, zoals ook genoemd in hoofdstuk 2 (Buitelaar 2015; Van Gool 2011). In dat hoofdstuk kwam ook aan de orde dat kantooreigenaren in de eerste jaren nadat de leegstand begint op te lopen, incentives verstrekken om huurders aan te trekken en pas na een aantal jaren de officiële huurpreizen verlagen (Buitelaar 2015). Volgens sommigen doen ontwikkelaars en beleggers dat onder andere om te profiteren van de intransparantie van de kantorenmarkt (vergelijk Buitelaar 2015; Van Gool 2011). Kopende partijen kennen soms alleen de officiële contracthuren; huurincentives staan vaak niet in het formele contract, maar in de bijlagen daarbij.¹¹ Dit kan leiden tot een te positief beeld van de marktomstandigheden en dus tot het overbieden op kantoren. Kenbaarheid van incentives is van groot belang bij het voorkomen en verminderen van het overaanbod van kantoren (McCoy 2006: 88). Inmiddels zijn er in Nederland strengere regels om incentives te vermelden in jaarverslagen (De Wit & Terstegge 2012). In hoeverre dat in de praktijk tot meer transparantie heeft geleid, is niet goed te bepalen.

3.5 Bescherming tegen inflatie

Een ander argument voor het opnemen van vastgoed in de beleggingsportefeuille is de bescherming die het zou bieden tegen inflatie (*inflation hedge*), vanwege de verwachting dat huren met de inflatie meestijgen. Dit blijkt in de praktijk tegen te vallen. Volgens Van Gool (2016: 38-39) is er zelfs een licht negatieve samenhang (van

¹¹ Dit is de laatste jaren wel aan banden komen te liggen, doordat beleggers verplicht zijn om de incentives te publiceren. De mate waarin dit gebeurt is niet bekend (Buitelaar 2015; DTZ Zadelhoff 2013).

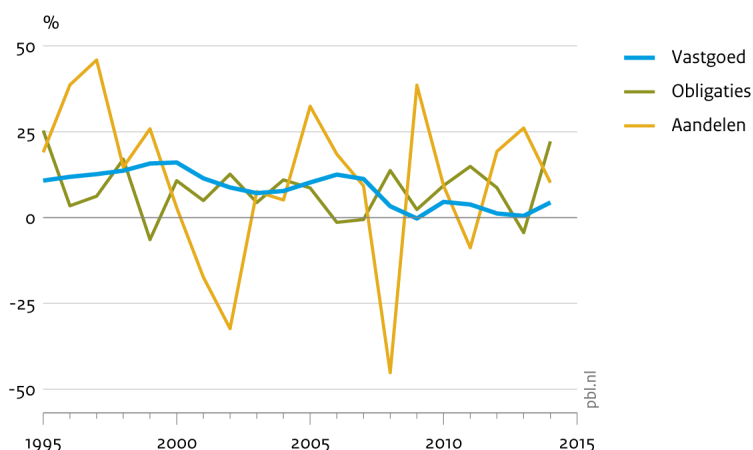
-0,1) tussen de ontwikkeling van de inflatie en die van het totaalrendement op direct vastgoed. Dat wil zeggen dat wanneer de inflatie stijgt, rendementen enigszins dalen in plaats van meestijgen. Contracthuren worden gedurende de contractduur doorgaans nog wel geïndexeerd met de inflatie, maar de markthuren houden de inflatie op de lange termijn niet bij.¹² Dit hangt samen met het ontspannen karakter van winkel- en kantorenmarkten en de hoge leegstandscijfers (zie hoofdstuk 2).

3.6 Diversificatie van de portefeuille

Een belangrijk argument voor vastgoedbeleggingen is de rol die ze spelen in een beleggingsportefeuille. Vastgoed is al heel lang een populair beleggingsobject, omdat het – samen met aandelen en obligaties – deel uitmaakt van wat volgens financieel deskundigen de ideale portefeuilmix is (Van Gool et al. 2007; Lizieri 2009). De basis voor die gedachte vormt de ‘moderne portefeuilleleer’ van Markovitz (1952), die bewees dat portefeuilles minder risico lopen wanneer de individuele componenten (aandelen, obligaties en vastgoed) niet perfect positief met elkaar samenhangen. Ook in Nederland zijn er grote verschillen in risico en rendement van aandelen, obligaties en direct vastgoed (figuur 3.5).

Dat vastgoed een belangrijke belegging is in de diversificatiestrategie van beleggers, blijkt ook uit empirische analyses, in zowel binnen als buitenland. Dit

Figuur 3.5
Rendement op investeringen in Nederland



Bron: IPD/ROZ, Morgan Stanley Capital International Inc, JP Morgan GBI

¹² De contracthuur is de huur die eigenaar en gebruiker overeenkomen. Onder markthuur wordt de gemiddelde huurprijs van recente (vergelijkbare) huurtransacties verstaan.

geldt vooral direct vastgoed (Van Gool 2016; Hoesli et al. 2004). Portefeuilles met een bepaald aandeel vastgoed – volgens Hoesli et al. (2004) tussen de 15 en 25 procent – renderen beter dan portefeuilles zonder.

3.7 Nadelen van beleggen in vastgoed en manieren om daarmee om te gaan

Naast voordelen van direct beleggen zijn er ook nadelen:

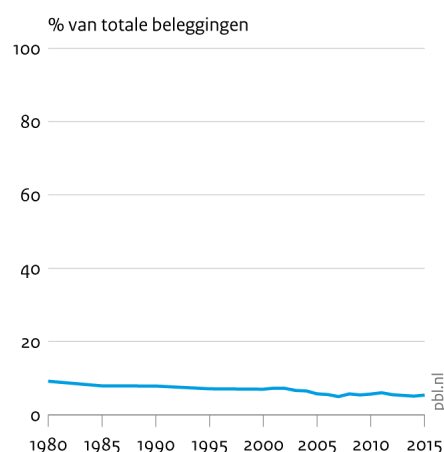
- kennis- en managementintensief;
- hoge eenheidsprijzen;
- illiquiditeit; en
- (zoals eerder besproken) intransparantie (Van Gool et al. 2007: 25-26).

Om de nadelen van beleggen in vastgoed te beperken en de voordelen (grotendeels) te behouden, zijn institutionele beleggers steeds minder direct en steeds meer indirect gaan beleggen via professionele vermogensbeheerders en via beursgenoteerde vastgoedaandelen (zie ook Van Gool et al. 2007: 26; Van Loon & Aalbers 2017); figuur 3.6). Van Loon en Aalbers (2017) noemen dat de 'financialisering' (*financialization*) van vastgoed, waardoor het steeds meer een belegging zoals aandelen en obligaties is geworden.

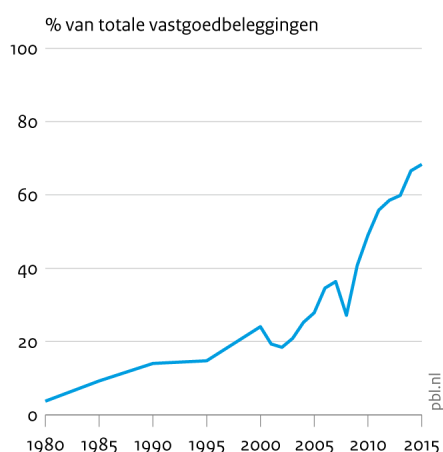
Figuur 3.6

Beleggingen van institutionele beleggers in Nederlands vastgoed

Aandeel in totale beleggingen



Aandeel indirecte vastgoedbeleggingen



Bron: Nationale Rekeningen

Het effect hiervan is dat de afstand tussen beleggers en het beleggingsobject groter is geworden. In een situatie van volledige informatie en rationeel handelende actoren (zoals verondersteld in neoklassieke theorieën) zou dit geen effect mogen hebben op het vermogensbeheer. Maar wanneer we uitgaan van onvolledige informatie, asymmetrische informatie en beperkt rationeel handelen, dan kan het gevolg van die financialisering en het op afstand raken van het beleggingsobject zijn dat de pijn van rendementsverlies op een individueel object minder direct en in mindere mate wordt ervaren. Immers, een belegger is vaak slechts een van de fondsdeelnemers, en een vastgoedobject is vaak slechts een van de objecten in een fonds. Dit kan de prikkel verminderen om leegstand en reducties in huurinkomsten van individuele panden te keren.

4 Negatieve effecten en beleid

Vóór hoe dan ook kan worden bepaald *wat* er moet worden gedaan aan de kantoorleegstand, moet eerst worden bekeken *of* en in welke mate leegstand negatieve maatschappelijke effecten heeft (paragraaf 4.1 en 4.2). In paragraaf 4.3 zoomen we in op recent (ruimtelijk) beleid gericht op het beperken van nieuwbouw en het stimuleren van onttrekkingen.

4.1 Lokale negatieve externe effecten

In eerste instantie is leegstand van vastgoed een privaat probleem, een probleem van de eigenaar. In lijn met de welvaartseconomie beschouwen wij leegstand als een maatschappelijk probleem dat overheidsinterventie legitimeert wanneer er welvaartsverlies optreedt. Welvaart moet daarbij breed worden opgevat (Romijn & Renes 2013). Welvaartsverlies treedt vooral op wanneer er zogenoemde negatieve externe effecten uitgaan van leegstaand vastgoed, bijvoorbeeld doordat er verloedering en leefbaarheidsproblemen in de directe omgeving van het leegstaande kantoor ontstaan.

De nationale en internationale literatuur bevat, voor zover bekend, nog geen analyses van de eventuele externe effecten van leegstaand vastgoed, laat staan specifiek van leegstaande kantoren. Om die reden is bij de ASRE een empirische analyse, een zogenoemde hedonische prijsanalyse uitgevoerd, en daaruit blijkt geen effect (Donovan et al. 2017). Negatieve externe effecten kunnen volgens de economische theorie worden gemeten door te kijken naar de prijzen van vastgoed in de omgeving: de betalingsbereidheid voor woningen en andere gebouwen kan afnemen er veel leegstaande kantoren in de omgeving zijn. Het prijsverschil tussen woningen met en zonder leegstaande kantoren in de omgeving vormt dus een maat voor het welvaartsverlies dat optreedt.

We hebben onderzocht of er inderdaad zo'n negatief welvaartseffect bestaat door een hedonische prijsstudie uit te voeren naar woningen in de periode 2005-2015. Behalve woningkenmerken zijn zogenoemde *fixed effects* opgenomen op het niveau

van (viercijferige) postcodegebieden, zodat andere buurtverschillen de schattingsresultaten niet kunnen vertekenen. Door middel van 'jaardummies' wordt gecontroleerd voor het algemene prijsverloop in de markt.

In de regressies is de totale hoeveelheid kantoorruimte per postcodegebied opgenomen als een controlevariabele. Zo houden we er rekening mee dat de aanwezigheid van kantoren op zichzelf al een effect heeft op de woningprijzen in zo'n buurt. Als indicatoren voor leegstand hebben we zowel het aantal vierkante meters vacante vloeroppervlakte gebruikt als het aantal (volledig) leegstaande gebouwen. Aangezien kantoren gedeeltelijk leeg kunnen staan zonder dat dit opvalt, verwachten we dat de laatstgenoemde indicator beter is voor het meten van een extern effect.

Een punt van zorg was dat sommige wijken door externe oorzaken, bijvoorbeeld een vermindering van de werkgelegenheid in de hele regio, minder aantrekkelijk kunnen worden, zodat de woningprijzen er dalen en de leegstand in de kantoren toeneemt zonder dat er een oorzakelijk verband tussen beide bestaat. Of dat het omgekeerde plaatsvindt. Om te voorkomen dat dergelijke verschijnselen de resultaten beïnvloeden, hebben we gewerkt met 'instrumentele variabelen'.

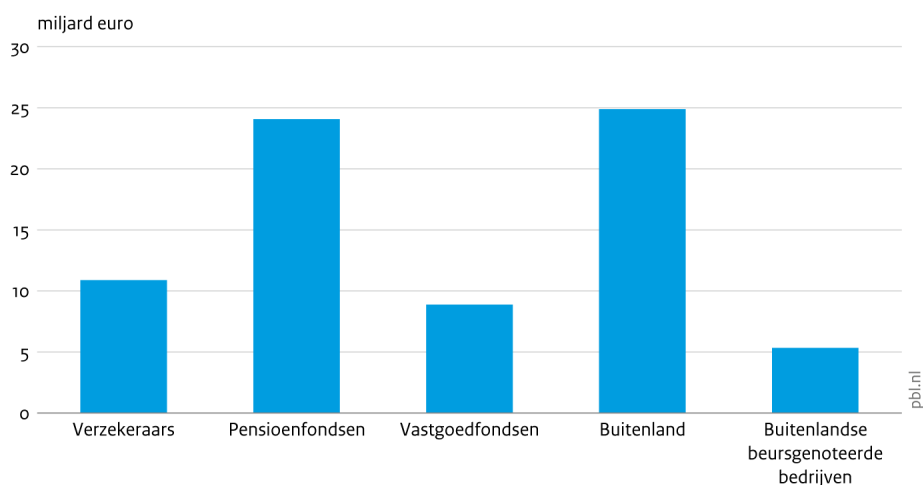
De uitkomsten van deze analyse geven geen grond aan het vermoeden dat leegstaande kantoren in algemene zin een negatief extern effect hebben. We hebben de duur van de leegstand in de analyses betrokken, maar ook als de indicator alleen betrekking heeft op kantoren die ten minste drie of vier jaar leegstaan, vinden we geen duidelijke aanwijzingen voor het bestaan van een negatief effect op de woningprijzen. Het is van belang dat het hier gaat om gemiddelden, we kunnen niet uitsluiten dat er in specifieke gevallen wel negatieve externe effecten zijn.

4.2 Negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit

Naast negatieve effecten van vastgoed op zijn directe (ruimtelijke) omgeving, kunnen er ook negatieve effecten zijn voor het financiële systeem, en de stabiliteit ervan. Dit kan zowel banken als institutionele beleggers betreffen.

Klapwijk et al. (2017) hebben recent in beeld gebracht hoe groot de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland is (exclusief particuliere beleggers). Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen hebben een belegd vermogen in direct en indirect vastgoed van respectievelijk ruim 24 miljard en bijna 11 miljard euro (figuur 4.1).

Figuur 4.1
Omvang van Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt, 2016



Bron: DNB/PBL/ASRE 2017

Die 35 miljard vormt slechts een klein aandeel van het totaal belegd vermogen van verzekeraars en pensioenfondsen van ongeveer 1.800 miljard euro (Gebraad 2014). Het specifieke belang van kantoren daarbinnen is uiteraard nog kleiner. En nog kleiner is het belang van kansarme kantoren daar weer binnen. De vastgoedbeleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in Nederlands vastgoed nemen bovendien af; deze partijen beleggen in toenemende mate in buitenlands indirect vastgoed (Klapwijk et al. 2017). Hierdoor nemen ook de risico's af van de Nederlandse vastgoed- en kantorenmarkt voor Nederlandse institutionele beleggers.¹³

Banken hebben voor ongeveer 16 miljard euro aan leningen voor kantoren uitstaan, wat neerkomt op 16 procent van hun kernkapitaal (DNB 2015). Vastgoed is de leningscategorie bij banken waarin de meeste problemleningen voorkomen: 7 procent van de vastgoedleningen is een problemlening (DNB 2016). Of – en zo ja in welke mate – de bestaande of toekomstige kantoorleegstand een probleem vormt voor Nederlandse banken is niet bekend. De risico's van banken nemen wel af door een afnemende productie van vastgoedleningen (Copier 2016; Klapwijk et al. 2017). Bovendien zijn de minst aantrekkelijke leningen van de grootbanken SNS en de Rabobank (Real Estate Finance) ondergebracht in aparte banken (respectievelijk Propertize en FGH Bank) die zullen worden afgestoten. Ook ABN Amro verkoopt af en toe problemleningen.¹⁴

¹³ Hiermee zeggen we niet dat buitenlandse beleggingen door Nederlandse institutionele beleggers minder risicovol zijn, slechts dat de risico's niet door de Nederlandse vastgoedmarkt kunnen worden veroorzaakt.

¹⁴ Zie bijvoorbeeld: <http://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2017/6/abn-verkoopt-leningenportefeuille-aan-cumberland-101123381>. Geraadpleegd op 30 juni 2017.

4.3 Beleid

Het beperken van nieuwbouw

Kantorenmarkten hebben een bovenlokale/regionale omvang, waardoor beslissingen van de ene gemeente ten aanzien van die markt effect hebben op andere gemeenten en de regionale markt als geheel. Wanneer gemeenten gericht zijn op het aantrekken van kantoren naar het eigen grondgebied, dan kan dit leiden tot intergemeentelijke concurrentie en daardoor tot regionale overproductie (een negatieve 'beleidsexternaliteit') (Buitelaar et al. 2013). Het voeren van een actief grondbeleid en de wens om opbrengsten van grondexploitatie te maximaliseren, kunnen dit mechanisme versterken.

Er lijkt wat betreft het (ruimtelijk) beleid dan ook een bijzondere rol weggelegd voor provincies (zie ook Buitelaar et al. 2017: 25). Provincies kunnen bovenlokale afwegingen maken en die juridisch afdwingen. De verordening is daarvoor het eerst aangewezen instrument. Negen van de tien provincies met een provinciale ruimtelijke verordening hebben deze in de afgelopen jaren voor de kantoorfunctie al restrictiever gemaakt, deels onder invloed van het Convenant Leegstand Kantoren (27 juni 2012) (Dijksterhuis 2016). De provincie Utrecht gaat zelfs een stap verder. Deze provincie was op het moment van schrijven van plan om een provinciaal inpassingsplan (bestemmingsplan) vast te stellen, waarin overtollige, nog niet benutte lokale bestemmingsplancapaciteit voor kantoren wordt geschrapt (in totaal 4,3 miljoen vierkante meter verhuurbaar vloeroppervlak, boven op de 1,2 miljoen vierkante meter reeds leegstaande kantoren in de provincie). Om te voorkomen dat dit leidt tot planschadeclaims van grondeigenaren is inmiddels al een provinciale kantorenvisie gepresenteerd waarin dit voornemen is aangekondigd; planschadeclaims maken geen of minder kans wanneer het besluit dat schade oplevert te voorzien was (het 'voorzienbaarheids criterium').¹⁵

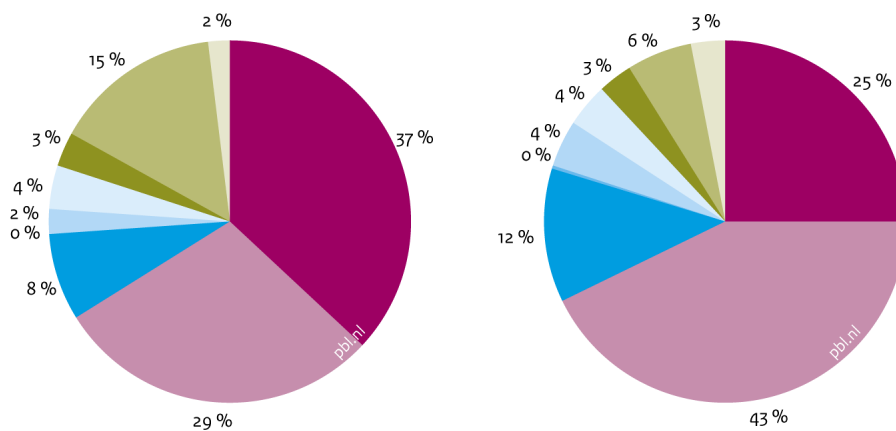
Het effect van restrictiever wordende provinciale verordeningen op de gemeentelijke bestemmingsplanpraktijk is (nog) niet bekend. Wel blijkt uit een recente analyse van het PBL in het kader van de evaluatie van de Ladder voor Duurzame Verstedelijking (zie Evers & Blom 2016) dat er recent geen of nauwelijks ontwikkelingsgerichte bestemmingsplannen ten behoeve van kantoorontwikkeling zijn vastgesteld (figuur 4.2). Onduidelijk is of dit het gevolg is van een restrictiever beleid óf van de Ladder of het Kantorenconvenant, en in hoeverre dit de nieuwbouw van kantoren heeft beperkt.

¹⁵ Onder de Omgevingswet vervalt de mogelijkheid van het inpassingsplan. Dan bieden de zogenoemde instructieregels mogelijk uitkomst.

Figuur 4.2
Hoofdkenmerk van ontwikkelingsgerichte bestemmingsplannen

1/10/2012 – 1/1/2014

1/1/2014 – 1/1/2016



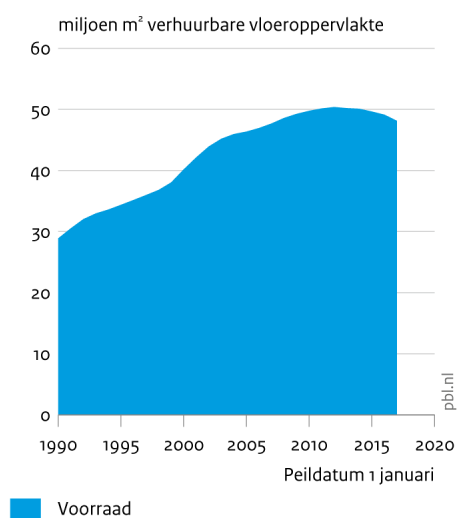
Steekproef van 200 bestemmingsplannen



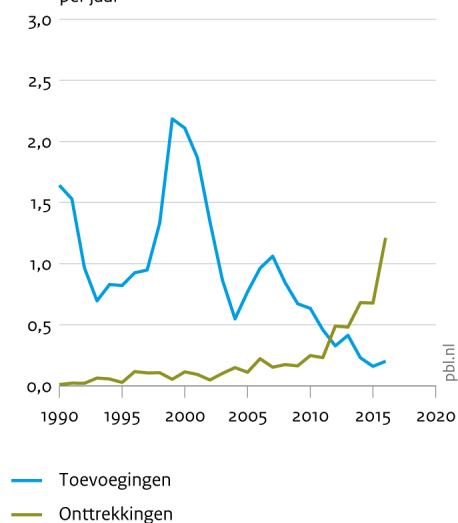
Bron: PBL o.b.v. ruimtelijkeplannen.nl

Figuur 4.3
Voorraad kantoren

Totaal



Toevoegingen en onttrekkingen
 miljoen m² verhuurbare vloeroppervlakte
 per jaar



Bron: Bak; bewerking PBL

Het stimuleren van onttrekkingen

Het beperken van nieuwbouw leidt niet zonder meer tot een verkleining van de voorraad, daarvoor zijn onttrekkingen nodig. Sinds een paar jaar worden er meer kantoren aan de voorraad onttrokken door sloop en transformatie dan er worden toegevoegd via nieuwbouw en uitbreiding (figuur 4.3). In de toekomst kunnen structureel leegstaande kantoren (of het perceel waarop ze staan) worden gebruikt voor het opvangen van de woningbehoefte; qua locatie, in Nederland en ten opzichte van bestaande woongebieden, komt ruim 90 procent van de structureel leegstaande kantoren daarvoor in aanmerking (Van Duinen et al. 2016). Transformatie dient twee belangen tegelijk: reductie van kansarme kantoren en mogelijkheden voor het vergroten van de woningproductie in de bestaande stad.

Er is ook nog een derde belang: dat van de energietransitie. In de Wet Milieubeheer is vastgelegd dat kantoren in 2023 ten minste energielabel C moeten hebben. Kantoren met een lager label (D tot en met G) mogen niet meer worden gebruikt. In het Energieakkoord is verder afgesproken dat kantoren in 2030 ten minste label A moeten hebben, en in 2050 volledig energie- of klimaatneutraal moeten zijn. Een verdere aanscherping (dat wil zeggen een vervroeging) van de doelstellingen kan ertoe bijdragen dat kantoren sneller energieneutraal worden gemaakt, of dat beleggers eerder (en dus urgenter) voor een kostenefficiëntie-afweging komen te staan, waarbij moet worden gekozen tussen een continuering van de kantoorfunctie en transformatie, bijvoorbeeld richting woningbouw.

Literatuur

- Bak, R. (2017), *Kantoren in cijfers 2016*. Nieuwegein: NVM Business.
- Buitelaar, E. (2015), 'Incentives boven huurprijsaanpassingen. Institutionele effecten van kantorenleegstand', *Real Estate Research Quarterly* 14(3): 44-50.
- Buitelaar, E. & F. van Dongen (2016), 'Toenemende kantorenleegstand: over divergentie tussen de gebruikers en beleggers', *TPEdigitaal* 10(2): 42-53.
- Buitelaar, E., N. Sorel, F. Verwest, F. van Dongen & A. Bregman (2013), *Gebiedsontwikkeling en commerciële vastgoedmarkten. Een institutionele analyse van het (over)aanbod van winkels en kantoren*. Den Haag / Amsterdam: PBL.
- Buitelaar, E., O. Levkovich & J. Rouwendal (2016), *Naar een prijsindex voor commercieel vastgoed. Een verkenning van de mogelijkheden*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Buitelaar, E., M. van den Berge, F. van Dongen & A. Weterings (2017), *De toekomst van kantoren. Een scenariostudie naar de ruimtebehoefte*. Den Haag: PBL en CPB.
- BNP Paribas (2017), *European office markets*, https://www.realestate.bnpparibas.com/upload/docs/application/pdf/2017-03/eom_2017.pdf?id=p_1682765.
- Copier, H. (2016), *Systeemissues in de markt van financiering van commercieel Vastgoed in Nederland. De Vastgoedlezing 2016*. Amsterdam: ASRE.
- Crosby, N. & S. Murdoch (1994), 'Capital valuation implications of rent-free periods', *Journal of Property Valuation and Investment* 12(2): 51-64.
- Dijksterhuis, G. (2016), *Convenant in de prullenmand. Onderzoek naar de restrictiviteit van provinciaal RO beleid sinds het Convenant leegstand kantoren*, (master thesis). Amsterdam: ASRE.
- DiPasquale, D. & W.C. Wheaton (1996), *Urban Economics and Real Estate Markets*, Englewood Cliffs (NJ): Prentice Hall.
- DNB (2015), *Overzicht financiële stabiliteit - najaar*. Amsterdam: DNB.
- DNB (2016), *Overzicht financiële stabiliteit - najaar*. Amsterdam: DNB.
- Donovan, S., J. Rouwendal, O. Levkovich & E. Buitelaar (2017), *Een onderzoek naar de externe effecten van kantorenleegstand*. Amsterdam: ASRE.
- DTZ Zadelhoff (2012), *De kanshebbers in de markt. De markt voor Nederlands commercieel onroerend goed*. Den Haag: DTZ Zadelhoff Research.
- DTZ Zadelhoff (2013), *Incentives and leases belong together*. Den Haag: DTZ Zadelhoff Research.

- Duinen, L. van, B. Rijken & E. Buitelaar (2016), *Transformatiepotentie: woningbouwmogelijkheden in de bestaande stad*. Den Haag: PBL.
- EIB (2012), *Landelijke samenvatting kantorenmonitor*. Amsterdam: EIB.
- Eichholtz, P., N. Kok & J. Quigley (2010), 'Doing well by doing good? Green office buildings', *The American Economic Review* 100(5): 2492-2509.
- Eurostat (2016), *Handbook on commercial property price indicators*. Brussels: Eurostat.
- Evers, D. & W. Blom (2016), *Gemeenten op de Ladder. De effecten van de Ladder voor Duurzame Verstedelijking op de gemeentelijke planvorming*. Den Haag: PBL.
- Francke, M.K. (2010), 'Repeat sales index for thin markets: a structural time series approach', *Journal of Real Estate Finance and Economics* 41(1): 24-52.
- French, N. (2001), 'Uncertainty in property valuation: the pricing of flexible leases', *Journal of Corporate Real Estate* 3(1): 17-27.
- Gebraad, J. (2014), *Beleggingen institutionele beleggers 1,8 biljoen euro*, Den Haag: CBS.
- Gool, P. van (2011), *Moet een belegger wel huurincentives geven?*, ASRE-paper, Amsterdam: ASRE.
- Gool, P. van (2016), 'De ontdekking van direct vastgoed in het heelal van beleggingsmogelijkheden', in T.M. Berkhout (red.), *De Vastgoedindex op waarde geschat*. Voorburg: Stichting ROZ, pp. 31-53.
- Gool, P. van, D. Brounen, P. Jager & R.M. Weisz (2007), *Onroerend goed als belegging*. Groningen / Houten: Wolters-Noordhoff.
- Hoesli, M., J. Lekander & W. Witkiewitz (2004), 'International evidence on real estate as a portfolio diversifier', *Journal of Real Estate Research* 26(2): 161-206.
- Hudson-Wilson, S. et al. (2005), 'Why real estate? And how? Where? And when?', *The Journal of Portfolio Management* 31: 12-22.
- Klapwijk, A., R. Nijskens & E. Buitelaar (2017), *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam / Den Haag: DNB, PBL en ASRE.
- Lizieri, C. (2009), *Towers of capital. Office markets & international financial services*. Oxford: Wiley-Blackwell.
- Loon, J. van & M.B. Aalbers (2017), 'How real estate became "just another asset class": The financialization of investment strategies of Dutch institutional investors', *European Planning Studies* 25(2): 221-240.
- Maat, A., L. Janssen-Jansen, G. Kuijper & H. Woutersen-Vreman (2012), 'Ruimtelijke gevolgen van Het Nieuwe Werken', in *FMM* (www.fmm.nl).
- Markovitz, H. (1952), 'Portfolio selection', *Journal of Finance* 7(1): 77-91.

- McAllister, P.A. Baum, N. Crosby, P. Gallimore & A. Gray (2003), 'Appraisal behaviour and appraisal smoothing: Some quantitative and qualitative evidence', *Journal of Property Research* 20(3): 261-280.
- McCoy, B.H. (2006), *The dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective*. Washington: Urban Land Institute.
- MSCI IPD (2016), *Real estate market size 2015*. Almere: IPD.
- NVM Business (2016), *Kantorenmarkt Randstad 2016. Stand van zaken*. Nieuwegein: NVM Business.
- NVM Business (2017), *Stand van zaken Nederlandse kantorenmarkt*. Nieuwegein: NVM Business.
- Ossokina, I. (2012), *Kantorenmarkt in historisch en toekomstig perspectief*. Den Haag: CPB.
- PBL & Deloitte (2016), *Meer Nederlands vastgoed in handen van buitenlandse beleggers*. (<http://www.pbl.nl/publicaties/aandeel-buitenlandse-beleggers-op-nederlandse-vastgoedmarkt-neemt-toe-maar-blijft-beperkt-ten-opzichte-van-het-total>).
- Romijn, G. & G. Renes (2013), *Algemene leidraad voor maatschappelijke kosten-batenanalyse*. Den Haag: CPB en PBL.
- Syntrus Achmea (2015a), *Beleggen in internationaal vastgoed. Outlook 2015-2016*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- Syntrus Achmea (2015b), *De Nederlandse kantorenmarkt. Outlook 2015-2018*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- Werf, Y. van der & F. Huibers (2015), *The effect of appraiser change. Dutch institutional investors' experience*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Wit, M.H.P. de & M.J. Terstegge (2012), 'Incentives in het huurrecht', *Tijdschrift huurrecht in praktijk* 4: 102-108.
- Wyatt, P. (2013), *Property valuation*, second edition. Oxford: Wiley-Blackwell.
- Ziermans, B., M. Droës & P. Koppels (2016), 'De determinanten van incentives op de Amsterdamse kantorenmarkt', *Real Estate Research Quarterly* 15(1): 53-64.
- Zuidema, M. (2014), 'Wall of money biedt kansen', *Vastgoedmarkt*, oktober 2014.