# Valuation of flexible office space

Afstudeerscriptie

Y.J. Romijn

savills

# Colofon

| | |
|---|---|
| Titel | Valuation of flexible office space |
| In opdracht van | Savills Consultancy B.V. |
| Afstudeerperiode | 11 februari 2019 – 7 juni 2019 |
| Publicatiedatum | 11 juni 2019 |


| | |
|---|---|
| Opdrachtgever | Savills Consultancy B.V. |
| Afdeling | Research & Consultancy |
| Begeleider | ir. J. Kleemans MRE |
| Adres | Claude Debussylaan 48, 1082 MD Amsterdam |
| Telefoon | |

| | |
|---|---|
| Onderwijsinstelling | Hogeschool Rotterdam |
| Instituut | Instituut voor de Gebouwde Omgeving (IGO) |
| Opleiding | Vastgoed en Makelaardij |
| Begeleider | drs. G. Schenk RA |
| Adres | G.J. de Jonghweg 4-6, 3015 GG Rotterdam |
| Telefoonnummer | |

| | |
|---|---|
| Student | Y.J. Romijn |
| Studentnummer | 0915936 |
| Adres | |
| Telefoon | |
| E-mail | |

# VOORWOORD

Voor u ligt de verslaglegging van mijn afstudeerscriptie 'Valuation of flexible office space'. In dit rapport komt naar voren welke waarderingsbenadering het meest geschikt is voor de waardering van flexibele kantoorruimte. De waarderingsbenadering bestaat uit zowel de meest geschikte methode als de meest geschikte benadering.

De afstudeerscriptie is geschreven ter afronding van mijn studie Vastgoed en Makelaardij aan de Hogeschool Rotterdam. Tijdens de studie heb ik altijd een voorliefde gehad voor het waarderen van vastgoed. Ik zie waarderen als de basis van vastgoed: wat is een object waard? Dit verklaart de keuze van het onderwerp van de scriptie.

Vanaf deze plaats wil ik graag Jordy Kleemans bedanken voor de mogelijkheid om binnen Savills af te studeren. In het bijzonder wil ik het team van Research & Consultancy bedanken, voor de plezierige tijd en de kritische inzichten in de vastgoedmarkt. Daarnaast ben ik grote dank verschuldigd aan de heer Schenk als begeleider van het onderzoek. Door uw prettige manier van communiceren en de snelle feedback heeft u een belangrijke bijdrage gehad aan het eindresultaat.

Tenslotte wil ik graag de geïnterviewden bedanken voor hun bijdrage aan de onderzoeksresultaten. Nu is het tijd voor de volgende stap in mijn studiecarrière: Real Estate Studies aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Ik wens u veel leesplezier.

Yngwie Romijn

Amsterdam, 11 juni 2019

# MANAGEMENTSAMENVATTING

Er is onderzoek gedaan naar de meest geschikte waarderingsbenadering van flexibele kantoorruimte. De waarderingsbenadering bestaat uit zowel de meest geschikte methode als de bijbehorende benadering.

Er is ten behoeve van het onderzoek een definitie van flexibele kantoorruimte opgesteld die relevant is voor de waardering.

> *''Er is sprake van flexibele kantoorruimte op het moment dat inkomsten uit zowel de verhuur van werkplekken als services gegenereerd worden, de contracten flexibel van aard zijn en het verdienmodel gebaseerd is op bezettingsgraden.''*

Het belangrijkste verschil tussen de bestaande definities en de ontwikkelde definitie is dat het verdienmodel is opgenomen in de definitie. Het verdienmodel is tevens een van de fundamentele verschillen van het flexibele model ten opzichte van het conventionele model voor de verhuur van kantoorruimte. De flexibele aanbieder heeft toegang tot alternatieve inkomsten in de vorm van de verhuur van services.

Er is acceptatie dat een flexibel kantoor hogere winsten kan laten zien dan traditionele huurovereenkomsten en dat de hogere winsten in de waardering van de marktwaarde meegenomen dienen te worden (Dreisin et al., 2016; Green, 2015; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

Voor de waardering valt flexibele kantoorruimte op basis van haar kenmerken tussen twee waarderingscategorieën: de traditionele investeringsmethode waarbij inkomsten worden gedisconteerd of gekapitaliseerd en de exploitatiegebonden methode (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Waar het voor andere vormen van exploitatiegebonden vastgoed niet mogelijk is om een onderliggende waarde aan het vastgoed toe te kennen, is dat in het geval van flexibele kantoorruimte wel mogelijk.

In de waarderingsbenadering wordt ervan uitgegaan dat de eigenaar zelf operator is en daarmee recht heeft op alle inkomsten die voortvloeien uit het gebruik als flexibel kantoor.

Uit het onderzoek is geconcludeerd dat de kapitalisatiemethode in de vorm van een split yield methode en de DCF-methode zich het beste lenen voor de waardering van flexibele kantoorruimte. De comparatieve methode als controlemethode wordt gebruikt. De methoden worden op hun unieke kwaliteiten gebruikt. Het DCF-model geeft inzicht in de volatiele kasstromen van flexibele kantoorruimte, waar de split-yield methode de verschillende risicoprofielen van de inkomstenstromen benadrukt.

In de benadering van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd op te waarderen op basis van bezettingsgraden en inkomsten uit services, in plaats van resterende huurtermijnen. Op deze wijze wordt in het de benadering het gestabiliseerde netto operationeel resultaat bepaald, wat als basis dient voor de waardering.

Er is op basis van het onderzoek een nieuw waarderingsmodel ontwikkeld voor de waardering van flexibele kantoorruimte. Het ontwikkelde waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte kent enkele belangrijke verschillen ten opzichte van bestaande waarderingsmodellen. Het belangrijkste verschil is dat het verdienmodel dat flexibele kantoorruimte kenmerkt opgenomen is in het waarderingsmodel. In het model zijn verder gevoeligheids- en scenarioanalyses toegevoegd die de taxateur ondersteunen om

de waarde te duiden. In het geval van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd om het scenario op basis van huidig gebruik als flexibel kantoor en het scenario als conventioneel kantoor door te rekenen. Er wordt geadviseerd deze een gevoeligheidsanalyse toe te passen op het verwachte inkomen, door de bezettingsgraad en de prijs per werkplek te laten variëren (A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

Het waarderen van vastgoed blijft maatwerk en te waarderen objecten kunnen ondanks eenzelfde functie uiteenlopende kenmerken hebben. Het waarderingsmodel kan dan ook als een dynamisch model beschreven worden dat aangepast kan worden, afhankelijk van de relevantie van andere input.

# INHOUDSOPGAVE


1 Inleiding onderzoek ... 9
1.1 Opdrachtgever ... 9
1.2 Aanleiding ... 9
1.3 Relevantie ... 10
1.4 Doelstelling ... 11
1.5 Vraagstelling ... 11
1.6 Methoden en technieken ... 12
1.7 Betrouwbaarheid en validiteit ... 14
1.8 Leeswijzer ... 15

2 Flexibele kantoorruimte – een nieuwe *asset class* ... 16
2.1 Definitie ... 16
2.2 Conventioneel model versus flexibel model ... 17
2.3 Markt ... 19
2.4 Risico ... 21
2.5 Conclusie ... 21

3 Waarderingsmethoden ... 23
3.1 Comparatieve benadering ... 23
3.2 Inkomstenbenadering ... 24
3.3 Kostenbenadering ... 30
3.4 *Best practices* ... 31
3.5 Voorkeur van de markt ... 32
3.6 Conclusie ... 32

4 Waarderingsbenadering ... 34
4.1 Uitgangspunten ... 34
4.2 Benadering ... 34
4.3 Input ... 36
4.4 Conclusie ... 38

5 Waarderingsmodel ... 39
5.1 Voorwaarden ... 39
5.2 Model ... 39
5.3 Conclusie ... 44

6 Implementatie ... 45

Conclusies en aanbevelingen ... 49
Conclusies ... 49
Aanbevelingen ... 51

Reflectie ... 53

Bibliografie ... 54

Bijlagen ...
Bijlage I Onderzoeksopzet ...
Bijlage II Topiclist ...
Bijlage III Transcriptie ...
Bijlage IV Codering transcriptie ...

Bijlage V Analyse interviews .....
Bijlage VI Implementatie .....
Bijlage VII Waarderingsmodel .....

# 1 INLEIDING ONDERZOEK

Het onderzoek wordt ingeleid met een verantwoording van het onderzoek, waarbij de lezer wordt meegenomen in de gemaakte keuzes. De verantwoording kan gezien worden als een beknopte versie van de onderzoeksopzet, die voorafgaand aan het onderzoek is gemaakt. De integrale onderzoeksopzet is opgenomen als bijlage (Bijlage I).

Het eerste onderdeel van de verantwoording is de aanleiding van de opdracht, waarin het belang van het onderzoek vanuit de context wordt beschreven. Aanvullend wordt de relevantie van het onderzoek beschreven, waarna in wordt gegaan op het onderzoek zelf. Onder meer het doel van het onderzoek, de hoofd- en deelvragen en methoden en technieken worden toegelicht. De toepassing van de betrouwbaarheid en validiteit binnen het onderzoek worden beschreven, waarna wordt afgesloten met een leeswijzer.

## 1.1 OPDRACHTGEVER

De opdrachtgever is Savills PLC en een wereldwijde vastgoeddienstverlener die genoteerd is aan de London Stock Exchange en onderdeel is van de FTSE 250 Index (Savills, z.j.-a).

Savills is een belangrijke speler in Europa, Azië, Australië, Afrika en het Midden – Oosten met een netwerk van meer dan 600 kantoren wereldwijd. Qua omzet is Savills de op vier na grootste agent ter wereld, ditzelfde geldt voor de Europese markt. In het Verenigd Koninkrijk is zij reeds tien jaar op rij de grootste agentschappengroep (Savills, z.j.-d). In totaal heeft Savills 36.000 medewerkers wereldwijd (cijfers per 30 juni 2018) (Savills, 2018).

Het kantoor waar de opdracht plaatsvindt, maakt onderdeel uit van Savills Europe & MIddle East. Er wordt een vlakke managementstructuur gehanteerd, met als doel het beslissingsproces efficiënt te laten verlopen. Op deze manier is het mogelijk om een flexibele en responsieve benadering te blijven bieden aan opdrachtgevers, ook als het bedrijf verder groeit. Savills stelt dat dit een innovatieve structuur is voor een organisatie van deze omvang (Savills, z.j.-c).

## 1.2 AANLEIDING

De Nederlandse markt voor kantoorruimte is aan een structurele verandering onderhevig. Waar de leegstand op de kantorenmarkt in de jaren vanaf de crisis tot voor kort onoplosbaar leek, daalt het aanbod inmiddels sterk. Een van de trends die daaraan heeft bijgedragen is de opmars van flexibele kantoorconcepten (NVM, 2018).

Flexibele kantoorruimte is een containerbegrip dat de verschillende vormen van flexibele werkomgevingen omvat, waaronder zowel de traditionele volledige gefaciliteerde kantoorruimte die per maand opzegbaar zijn als *co-working* concepten waarbij community en innovatie centraal staan (JLL, 2018a). In Nederland is de flexibele kantorenmarkt de afgelopen vijf jaar verdrievoudigd tot een omvang van 1,1 miljoen vierkante meter. Europees gezien is Amsterdam met 5,6% flexibele voorraad kantoorruimte marktleider. In overige grote steden in Nederland varieert deze voorraad tussen de 2,5% en 5,7% (JLL, 2018a). In Nederland zijn er meer dan zestig serieuze aanbieders van flexibele concepten actief op de markt. Enkele bekende aanbieders zijn *Regus,Tribes, The Office Operators* en *Het Nieuwe Kantoor (HNK)* (NVM, 2018).

De vraag naar flexibele kantoorruimte kent een sterke groei. Wereldwijd is deze markt de afgelopen tien jaar gemiddeld met 13% per jaar gegroeid (JLL, 2018a). In het Verenigd Koninkrijk is er sprake van

een groei van 100% op jaarbasis de afgelopen jaren (Fuchs, 2018). Voor Nederland geldt zelfs dat de markt in de afgelopen vijf jaar is toegenomen met 265% (JLL, 2018a).

Dat de trend van flexibele kantoorruimte geen hype is maar structureel van aard, daar zijn de gerenommeerde onderzoekers het over eens (CBRE, 2018a; JLL, 2018; NVM, 2018; Savills, 2017). De belangrijkste argumenten die worden genoemd zijn de veranderende eisen van werknemers ten opzichte van werkgevers, de ondersteunende rol van de online-trend waardoor data beschikbaar is, de noodzaak om fysiek samen te zijn verdwijnt en de toenemende druk op de beschikbare ruimte in Central Business Districts in grote steden die vraagt om creatieve oplossingen.

Hiermee komen de traditionele lange termijn huurcontracten onder druk te staan. Op haar beurt heeft dit weer gevolgen heeft voor de waardering van dit type commercieel vastgoed. Op dit moment is er nog geen marktbrede geaccepteerde methode voor de waardering van flexibele kantoorruimte (Dreisin, Dunse, Evans, Pragnell & White, 2016; Fuchs, 2018). De flexibele concepten kennen twee grote verschillen ten opzichte van de traditionele kantoorruimte: er is vaak sprake van een groter aantal huurders die een kleinere oppervlakte huren in plaats van één huurder die de volledige oppervlakte huurt. Daarnaast zijn de contracten flexibeler van aard met zeer korte opzegtermijnen, bijvoorbeeld een maand (NVM, 2018).

## 1.3 Relevantie

De relevantie van het onderzoek wordt in eerste instantie gekenmerkt door het blijvende karakter van de flexibele kantoorruimte. De markt voorziet dat flexibele kantoorruimte een blijvend aandeel zal vormen van de voorraad (CBRE, 2018a; Dreisin et al., 2016; JLL, 2018a; NVM, 2018; Savills, 2017). Dit maakt het ook voor de lange termijn relevant om een goed beeld te hebben van de waarde van dit specifieke type vastgoed, daarmee ook de waardering ervan.

Daarnaast is het onderzoek relevant omdat er op dit moment nog geen markt-breed geaccepteerde benadering voor de waardering van flexibele kantoorruimte bestaat. Dit is een van de redenen dat institutionele beleggers nog terughoudend zijn met investeringen in deze sector (Fuchs, 2018). Zo is het ook voor de beleggingsmarkt een relevant onderwerp.

Voor Savills zijn de uitkomsten van het onderzoek als stageorganisatie en marktpartij relevant. Zoals aangegeven in de aanleiding zijn er drie afdelingen waar de waardering van *shared office space* een actueel thema is waar veel aandacht aan wordt besteed. Het gaat om de afdelingen *Valuation, Investment* en *Research & Consultancy* die als meest relevant gezien kunnen worden.

De uitkomsten van het onderzoek zijn verder vanzelfsprekend in algemene zin relevant voor taxateurs van flexibele kantoorruimte. Zij worden voorzien van informatie en handreikingen voor de waardering van dit type commercieel vastgoed.

Het is tevens relevant voor het *Royal Institution of Chartered Surveyors,* die op dit moment bezig zijn met het ontwikkelen van een eigen taxatiebenadering voor flexibele kantoorruimte (Fuchs, 2018).

Tenslotte is het onderzoek ook relevant voor alle aanbieders van flexibele kantoorconcepten, daar een verandering van de waardering voor hen in de eerste plaats boekhoudkundige gevolgen heeft. Daarnaast is niet ondenkbaar dat een uitkomst van het onderzoek betrekking heeft op de juridische aspecten of de bedrijfsvoering van het betreffende concept. Wanneer de uitkomst van het onderzoek hier betrekking op heeft, kan de aanbieder ter overweging nemen bij strategische beslissingen.

## 1.4 DOELSTELLING

*''Het doel van het onderzoek is inzicht krijgen in en kennis vergaren van de risico's van flexibele kantoorconcepten en de verwerking hiervan in de waarderingsbenadering van deze concepten. De kennis en inzichten dienen als input voor een advies aan de opdrachtgever over de waarderingsbenadering van flexibele kantoorconcepten, ten einde de dienstverlening van de opdrachtgever te optimaliseren.''*

De hierboven beschreven doelstelling van het onderzoek is in twee zinnen gegoten. De verschillende onderdelen uit de doelstelling worden afzonderlijk kort toelicht. Het gaat om de onderdelen onderzoeksdoel, praktijkdoel en concreet eindproduct.

Onderzoeksdoel: Kennis en inzicht verkrijgen in de risico's van flexibele kantoorconcepten en de verwerking van de risico's in de waardering van deze concepten.

Praktijkdoel: De beschreven kennis en inzichten die het onderzoek dient op te leveren, worden gebruikt om de dienstverlening van de opdrachtgever te optimaliseren. De afdelingen die in eerste instantie gebruik gaan maken van de kennis zijn de afdelingen die ook in de aanleiding en de relevantie zijn beschreven, te weten: *Valuation, Investment* en *Research & Consultancy.*

Eindproduct: Het eindproduct is een adviesrapportage met een advies aan de opdrachtgever over de meest geschikte waarderingsbenadering van flexibele kantoorruimte. De waarderingsbenadering bestaat uit zowel de meest geschikte methode, als de bijbehorende werkwijze bij deze methode specifiek voor de waardering van flexibele kantoorruimte.

## 1.5 VRAAGSTELLING

De doelstelling van het onderzoek en de centrale vraag van het onderzoek dienen een direct verband te hebben (Baarda, 2014). Bij de bepaling van de centrale vraag is dan ook rekening gehouden met de doelstellingen, wat tot de volgende centrale vraag heeft geleid:

*''Welke waarderingsmethode is het meest geschikt om de marktwaarde van flexibele kantoorruimte te bepalen en op welke wijze dienen parameters bepaald te worden?''*

De hoofdvraag is geoperationaliseerd in de vorm van deelvragen, die onderstaand genummerd zijn weergegeven. De eerste vier deelvragen zijn opgesteld met als doel dataverzameling, waarbij beantwoording van de vijfde en zesde deelvraag heeft geleid tot het uiteindelijke advies aan de opdrachtgever.

1. Wat wordt er verstaan onder flexibele kantoorruimte en wat zijn de verschillen ten opzichte van traditionele kantoorruimte?
2. Welke risico's kent flexibele kantoorruimte en in welke parameters worden de risico's verwerkt in de waardering?
3. Welke waarderingsmethoden zijn beschikbaar inclusief voorwaarden en welke zijn toepasbaar op flexibele kantoorruimte?
4. Welke aanbevelingen worden vanuit de regelgeving gedaan ten aanzien van te hanteren waarderingsmethoden?
5. Wat is de meest geschikte waarderingsbenadering voor de waardering van flexibele kantoorruimte?
6. Wat is het meest geschikte waarderingsmodel voor de waardering van flexibele kantoorruimte?

## 1.6 METHODEN EN TECHNIEKEN

In de uitvoering van het onderzoek is gebruik gemaakt van deskresearch in de vorm van literatuurstudie, aangevuld met fieldresearch middels semi-gestructureerde interviews. Waar de informatie uit de bestaande literatuur voorhanden was en afkomstig van een betrouwbare bron, is met deze data gewerkt. Waar de informatiebehoefte niet vanuit de bestaande literatuur vervuld kon worden, is de informatie verzameld door middel van semi-gestructureerde interviews. De motivering voor dit type dataverzameling wordt in hoofdstuk 1.6.2.1 gegeven.

Het karakter van het onderzoek is exploratief en kwalitatief van aard. Exploratief onderzoek is onderzoek dat frequenties, samenhangen en verschillen exploreert met als doel om tot een theorie te komen (Baarda, 2014).

### 1.6.1 Methoden en technieken

Per deelvraag is voorafgaand aan het onderzoek de informatiebehoefte in kaart gebracht, waarna beoordeeld is welke methode zich hier het beste voor leent. Naast de bepaling van de meest geschikte methode is tevens de analysetechniek vooraf bepaald. Een overzicht van de methoden en technieken per deelvraag wordt in tabel 1.1 gegeven. Voor een uitgebreide verantwoording wordt verwezen naar de integrale onderzoeksopzet in bijlage I.

*Tabel 1.1 Overzicht methoden en technieken*

| Deelvraag | Methode | Techniek | Analyse |
|---|---|---|---|
| 1 | Deskresearch | Literatuurstudie | Kwalitatief |
| 2 | Fieldresearch | Semi-gestructureerde interviews | Coderen |
| 3 | Fieldresearch | Semi-gestructureerde interviews | Coderen |
| 4 | Deskresearch | Literatuurstudie | Kwalitatief |
| 5 | Deskresearch<br>Fieldresearch | Literatuurstudie<br>Semi-gestructureerde interviews | Kwalitatief<br>Coderen |
| 6 | Deskresearch<br>Fieldresearch | Literatuurstudie<br>Semi-gestructureerde interviews | Kwalitatief<br>Coderen |

Waar de informatiebehoefte vervuld kon worden uit de literatuur is deskresearch toegepast. Waar de informatiebehoefte niet vervuld kon worden vanuit de literatuur is fieldresearch toegepast. De bevindingen uit de literatuur zijn getoetst tijdens de interviews en waar mogelijk is de data aanvullend aan elkaar gebruikt. Bij de laatste twee deelvragen is daardoor een hybride vorm ontstaan, waarbij desk- en fieldresearch aanvullend aan elkaar zijn gebruikt om tot beantwoording van de deelvragen te komen.

### 1.6.2 Interviews

Bij de beschrijving van de methoden is reeds benoemd dat er semi-gestructureerde interviews zijn afgenomen. In dit deel van het hoofdstuk vindt de verantwoording van de interviews plaats, evenals een onderbouwing van de respondenten.

#### *1.6.2.1 Onderbouwing interviews*

De motivering voor het type fieldresearch wordt in dit deel van de onderzoeksopzet beschreven. Er zijn twee manieren mogelijk: schriftelijk of mondeling. De belangrijkste voordelen van schriftelijke dataverzameling zijn dat de respondent anoniem kan blijven ten behoeve van de validiteit, dat de respondent tijd heeft om na te denken en dat de interviewer de antwoorden niet beïnvloedt. De nadelen van schriftelijke dataverzameling zijn dat het respondentonvriendelijk is, er geen controle van de interviewer is op de beantwoording van de vragen, er geen mogelijk is om vragen te stellen ter verduidelijking en er is een kans op no-response. De voordelen van een mondelinge verzameling zijn dat het respondentvriendelijk is, er controlemogelijkheden zijn, dat ingewikkelde vragen en procedures

mogelijk zijn en het nauwelijks kans is op no-response. De nadelen die hier tegenover staan is dat de respondent nauwelijks tijd heeft om na te denken, het niet anoniem is en de interviewer invloed heeft op de uitkomsten (Baarda, 2014).

De voor- en nadelen van de twee vormen van dataverzameling zijn tegen elkaar afgewogen en hebben tot de keuze geleid voor mondelinge dataverzameling. De doorslaggevende factor is geweest dat het bij mondelinge dataverzameling mogelijk is om vragen te stellen over complexe onderwerpen en vragen stellen ter verduidelijking mogelijk is. Binnen het onderzoek staat een complex onderwerp centraal waar veel informatie over de ervaring van professionals nodig is omtrent een volledig waarderingsproces. Dit argument heeft in belangrijke mate bijgedragen aan de keuze voor de keuze van de interviewmethode.

De toegepaste vorm van mondeling onderzoek zijn interviews. Interviews kunnen in de basis op twee manieren uitgevoerd worden: gestructureerd en ongestructureerd. Bij een gestructureerd interview liggen de vragen vooraf vast, bij een ongestructureerd interview staat normaliter alleen de beginvraag vast en zijn de overige vragen afhankelijk van de antwoorden van de respondent (Baarda, 2014). De voordelen van een gestructureerd interview zijn dat er controle is dat er geen onderwerpen vergeten kunnen worden en er controle is op de lengte van het interview. Het belangrijkste nadeel is dat er niet doorgevraagd kan worden en het stellen van ingewikkelde vragen daardoor lastiger is (Baarda, 2014). Bij een ongestructureerd interview is het wel mogelijk om door te vragen en daardoor vragen over complexe onderwerpen voor te leggen. Het nadeel is dat de interviewer kan verzanden in de antwoorden van de respondent en daardoor essentiële informatie vergeet te berde te brengen (Baarda, 2014). De mogelijkheid tot doorvragen en daardoor ingewikkelde vragen te stellen, sluit het beste aan bij de materie en de aard van het onderzoek. Om de nadelen van het ongestructureerde interview te ondervangen, is een topiclist als basis van het interview opgesteld (bijlage II). Hierdoor is het risico beperkt dat er onderwerpen vergeten zijn tijdens de interviews en heeft de interviewer houvast gehad tijdens het interview. Dit type interview wordt ook wel een semi-gestructureerd interview genoemd.

#### *1.6.2.2 Onderbouwing respondenten*

In totaal zijn zes interviews afgenomen bij twee groepen professionals. Er zijn vijf interviews afgenomen bij taxateurs en een interview bij een marktkenner van flexibele kantoorruimte. De specifieke deskundigheid van de te interviewen personen worden in tabel 1.2 getoond.

*Tabel 1.2 Onderbouwing respondenten*

| Bedrijf | Functie | Deskundigheid |
|---|---|---|
| Colliers International | Head of Banks | Hoofd van taxatieafdeling<br><br>Ervaring met waardering flexibele kantoorruimte<br><br>> 10 jaar ervaring |
| Jones Lang LaSalle | Senior Valuer | Ervaring met waardering flexibele kantoorruimte<br><br>> 10 jaar ervaring |
| CBRE | Director Valuations | Hoofd van taxatieafdeling<br><br>Ervaring met waardering flexibele kantoorruimte<br><br>> 10 jaar ervaring |
| Savills NL | Head of Valuations | Hoofd van taxatieafdeling<br><br>Ervaring met waardering flexibele kantoorruimte |

| | | |
|---|---|---|
| | | > 10 jaar ervaring |
| Savills UK | Director Valuations | Hoofd van taxatieafdeling<br><br>Ervaring met waardering flexibele kantoorruimte in Londen<br><br>> 10 jaar ervaring |
| Savills NL | Head of Workthere Netherlands | Hoofd van afdeling verhuur flexibele kantoorruimte<br><br>Marktkenner<br><br>> 10 jaar ervaring |

De betrouwbaarheid van de interviews is gewaarborgd door zowel intern en extern als nationaal en internationaal informatie te verzamelen. Door het aantal interviews is het vergelijken van de uitkomsten mogelijk en kunnen betrouwbare uitspraken gedaan worden. Verdere toelichting op de betrouwbaarheid vindt plaats onder 1.7.1. De topics zijn definitie en context, waarderingsmethode en waarderingsbenadering (bijlage II).

## 1.7 BETROUWBAARHEID EN VALIDITEIT

De begrippen betrouwbaarheid en validiteit zijn onlosmakelijk met elkaar en met onderzoek verbonden. De toepassing van de begrippen in de context van dit onderzoek is hieronder beschreven.

### 1.7.1 Betrouwbaarheid

Betrouwbaarheid is de mate waarin een meting onafhankelijk is van toeval. Toeval kan voortkomen uit verschillende bronnen: het gebruikte instrument, de onderzochte persoon, de omstandigheden en de onderzoeker, interviewer of observator (Baarda, 2014).

Het gebruikte instrument kan bijvoorbeeld een vragenlijst of een test zijn (Baarda, 2014). In het geval van het onderzoek, zijn de gebruikte instrumenten het literatuuronderzoek en de interviews. Voor het literatuuronderzoek is de betrouwbaarheid gewaarborgd door zoveel mogelijk met primaire bronnen te werken. Bronnen zijn aanvullend en bevestigend aan elkaar gebruikt. Bij de interviews is de betrouwbaarheid van de uitkomsten vergroot door de keuze voor de respondenten. De respondenten zijn afkomstig uit twee professies, zijn intern en extern en nationaal en internationaal. Uit de professie die centraal staat in het onderzoek zijn vijf respondenten geïnterviewd, wat ten gunste komt van de betrouwbaarheid van de uitkomsten. Tijdens de interviews zijn de uitkomsten van het literatuuronderzoek gecontroleerd, wat de betrouwbaarheid verder heeft vergroot.

De onderzochte persoon kan ook van invloed zijn op de betrouwbaarheid, door bijvoorbeeld vermoeidheid of een onzeker gevoel (Baarda, 2014). In het kader van dit onderzoek betreft de geïnterviewde de onderzochte persoon. Aanleiding voor de onderzoeker om dit scenario tijdens de interviews te vermoeden, heeft zich niet voorgedaan.

Naast de persoon, kunnen ook de omstandigheden van het interview een rol spelen in de betrouwbaarheid van de uitkomsten (Baarda, 2014). Wanneer een respondent veel haast heeft, zijn de antwoorden naar verwachting anders dan wanneer de respondent volledig op zijn gemak is. Om dit te waarborgen, heeft de onderzoeker de interviews vooraf ingepland en aangegeven dat het interview zestig minuten duurt.

### 1.7.2 Validiteit

Bij validiteit is onderscheid te maken tussen de instrumentele validiteit en de externe validiteit. Instrumentele validiteit is de mate waarin de onderzoeker meet wat de onderzoeker beoogt te meten. Voorbeelden waar validiteitsproblemen kunnen ontstaan is bij slechte zelfkennis van de respondent of sociaal wenselijke antwoorden. Externe validiteit omvat de geldigheid van de dataverzamelingsmethode en is van toepassing bij vormen van kwalitatief onderzoek. Kwalitatieve onderzoekers staan vaak dichter bij de werkelijkheid en verkiezen bijvoorbeeld observeren in een natuurlijke situatie boven een testsituatie. De uitkomsten van een kwalitatieve onderzoeker staan dan ook vaker dichter bij de werkelijkheid, wat de externe validiteit wordt genoemd (Baarda, 2014).

De externe validiteit is gewaarborgd in de keuze voor respondenten van de interviews. Dit zijn respondenten met ervaring met de waardering van flexibele kantoorruimte en bijbehorende waarderingsbenadering. De respondenten zijn actief in de praktijk, waardoor de externe validiteit wordt vergroot.

In de fase van het selectief coderen is teruggekeken naar de onderzoeksvraag en het onderzoeksdoel, waarmee de instrumentele validiteit is vergroot (Baarda, 2014). Het onderwerp van het onderzoek is complex, maar ligt in maatschappelijke zin niet gevoelig waardoor sociaal wenselijke antwoorden zich niet hebben voorgedaan. Er zijn semi-gestructureerd interviews afgenomen. Deze vorm van interview maakt het mogelijk om vragen te verduidelijken waar nodig. De interviewer heeft aan de hand van het antwoord van de geïnterviewde beoordeeld of de geïnterviewde de vraag juist interpreteerde. Met het verduidelijken van dergelijke vragen is de instrumentele validiteit vergroot. In de wijze van vragen is getracht om vragen gedeeltelijk terug te laten komen, om te controleren of een vergelijkbaar antwoord werd gegeven.

## 1.8 LEESWIJZER

In het volgende hoofdstuk wordt de definitie van flexibele kantoorruimte beschreven. Hierbij is onder meer aandacht voor de vergelijking tussen het conventionele kantoorruimte en flexibele kantoorruimte. In hoofdstuk drie staan de beschikbare waarderingsmethoden centraal, evenals de aanbevelingen vanuit de regelgeving en de voorkeuren van de markt. In het vierde hoofdstuk wordt op basis van voorgaande hoofdstukken de meest geschikte waarderingsbenadering beschreven. De uitwerking van de benadering in een waarderingsmodel volgt een hoofdstuk later, in hoofdstuk vijf. De implementatie staat in het zesde hoofdstuk centraal. De belangrijkste bevindingen en aanbevelingen worden gepresenteerd in de conclusies en aanbevelingen, waarna het rapport wordt afgesloten met een kritische reflectie.

# 2 FLEXIBELE KANTOORRUIMTE – EEN NIEUWE *ASSET CLASS*

Nu de structuur van het onderzoek is toegelicht in het eerste hoofdstuk, vervolgt het onderzoek met een duiding van het onderwerp dat centraal staat: flexibele kantoorruimte. Essentieel is de afbakening van het onderwerp door middel van de definitie. Om meer context te creëren, wordt de flexibele kantoorruimte afgezet tegen het conventionele model. In datzelfde kader wordt ook de marktsituatie beschreven, waarbij ook aandacht is voor de verschillende varianten en de contracten. Met de beschrijving van de huidige situatie van de markt wordt ook de relevantie van het onderzoek verder versterkt.

Met het beschrijven van bovenstaande wordt antwoord gegeven op twee deelvragen: *'Wat wordt er verstaan onder flexibele kantoorruimte en wat zijn de verschillen ten opzichte van traditionele kantoorruimte?'* en *'Welke risico's kent flexibele kantoorruimte en in welke parameters worden de risico's verwerkt in de waardering?'*. Het tweede deel van laatstgenoemde deelvraag wordt beantwoord in hoofdstuk vijf.

## 2.1 DEFINITIE

Flexibele kantoorruimte is van origine een crisisproduct, met het doel om leegstand in tijden van laagconjunctuur te beperken. In periodes van laagconjunctuur willen huurders geen lange termijn verplichtingen aangaan voor grotere metrages en kampen vastgoedeigenaren met hoge leegstandpercentages. Flexibele huurcontracten bieden hier uitkomst voor zowel huurder als verhuurder (Savills, 2019).

Er worden diverse definities en benamingen van flexibele kantoorruimte gebruikt. Hier ligt aan ten grondslag dat flexibele kantoorruimte vele verschijningsvormen kent, wat verder wordt toegelicht in hoofdstuk 2.3.2. Een selectie van definities van grote marktpartijen wordt hieronder weergegeven.

> *''Flexibele kantoorruimte is een containerbegrip dat de verschillende vormen van flexibele werkomgevingen beschrijft. Het omvat zowel traditionele volledig gefaciliteerde ruimtes die per maand opzegbaar zijn als co-werking concepten waarbij community en innovatie centraal staan (JLL, 2018a).''*

> *''Met flexconcepten worden in de praktijk vooral serviced offices en co-working spaces bedoeld. Serviced offices zijn volledig uitgeruste en ingerichte kantoren die van ondersteunend personeel zijn voorzien, waarbij voor een vast bedrag voor een flexibele periode verschillende typen werkplekken (kantoorunits/-ruimte en/of vergaderruimte) kunnen worden gehuurd. In co-working spaces worden vooral gezamenlijke of zelfstandige werkplekken flexibel verhuurd en wordt meer ingespeeld op ontmoeten, beleving en het creëren van samenwerking en interactie. Dankzij een uitgebreid aanbod aan diensten en faciliteiten wordt een community gecreëerd. Overigens wordt het onderscheid tussen serviced offices en co-working spaces minder groot: veel aanbieders bieden hybride vormen aan (NVM, 2018).''*

> *''Flex-kantoren lopen uiteen van producten die dicht bij conventioneel kantooraanbod liggen tot abonnementsvormen om gebruik te maken van gezamenlijke ruimtes en voorzieningen (Savills, 2019).''*

Bovenstaande definities zijn veelomvattend en in het kader van het onderzoeksdoel nog beperkt bruikbaar, omdat er te beperkt wordt ingekaderd. Binnen het onderzoek is een definitie nodig die

duidelijk maakt hoe het verdienmodel van flexibele kantoorruimte er uitziet en wat de aard en specifieke kenmerken van de contracten zijn.

Tijdens de interviews is de respondenten gevraagd naar welke definitie van flexibele kantoorruimte zij hanteren. De respondenten hebben hier geen volledige consensus over. De antwoorden kennen wel een duidelijke overlap en vullen elkaar aan. De respondenten zijn het er in overwegende mate over eens dat het aanbieden van services centraal moet staan. Verder is er redelijke consensus dat de flexibiliteit van de het huurcontract bepalend is voor de beoordeling van flexibele kantoorruimte. Aanvullend wordt er gesproken over kenmerken als een all-in huurprijs, het feit dat er per werkplek wordt verhuurd en er abonnementsvormen worden aangeboden. Dit houdt in dat een overeenkomst voor de ene vestiging ook geldt voor een vestiging elders.

Op basis van de bestaande definities, de informatie uit de markt en het onderzoeksdoel is de volgende omschrijving van flexibele kantoorruimte gedefinieerd. Deze definitie wordt in het vervolg van de scriptie gehanteerd.

> *''Er is sprake van flexibele kantoorruimte op het moment dat inkomsten uit zowel de verhuur van werkplekken als services gegenereerd worden, de contracten flexibel van aard zijn en het verdienmodel gebaseerd is op bezettingsgraden.''*

## 2.2 CONVENTIONEEL MODEL VERSUS FLEXIBEL MODEL

Het is relevant voor het onderzoek om de verschillen tussen het conventionele model van verhuur en het flexibele model te analyseren. Wanneer inzichtelijk is waarin het flexibele model afwijkt van het conventionele model, kunnen accenten in de waarderingsmethode worden aangebracht.

### 2.2.1 Conventionele kantoorruimte

Om de vergelijking tussen conventionele verhuur en flexibele verhuur te kunnen maken, dienen beide definities helder te zijn. Conventionele kantoorruimte laat zich als volgt omschrijven:

> *''Traditional office layouts, with enclosed individual work stations along a corridor, a few shared conference rooms and enclosed offices for managers are not a suitable environment to encourage teamwork and communication between staff (Gibson, 2003)''*

Conventionele kantoorruimte kent een aantal andere fundamentele verschillen ten opzichte van flexible kantoorruimte. Bij traditionele kantoorruimte is er normaliter sprake van één of meerdere grote huurders die grote metrages opnemen (Flexas, 2016). De verhuurde metrage wordt geleverd zonder facilitaire diensten, zoals een receptie en schoonmaker. De huurder dient deze faciliteiten zelf te verzorgen. Dit brengt het voordeel voor de huurder met zich mee dat de ruimte naar smaak en stijl ingericht en ingedeeld kan worden. Daarnaast kan duidelijke *branding* aangebracht worden (Tiemeier, 2019). Door het ontbreken van de faciliteiten en afwerking van de verhuurde conventionele meters, liggen huurprijzen per vierkante meter lager (NVM, 2018).

Contracten tussen huurders en eigenaren worden doorgaans voor vijf jaar met een optie voor vijf jaar afgesloten, of voor langere termijnen (Bouterse, persoonlijke communicatie, 2019).

### 2.2.2 Flexibele kantoorruimte

Waar het in het traditionele model ging om verhuur van kantoorvloer ('de stenen') en een beperkt aantal diensten, staat bij flexibele kantoorruimte het aanbieden van services centraal. De verwachting is dat dit meer en meer vanzelfsprekend wordt (J. Bom, persoonlijke communicatie, 2019; NVM, 2018;

A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Dit laat zien dat het verdienmodel verandert en het daarmee noodzakelijk is om de gevolgen voor de waarderingsbenadering te onderzoeken.

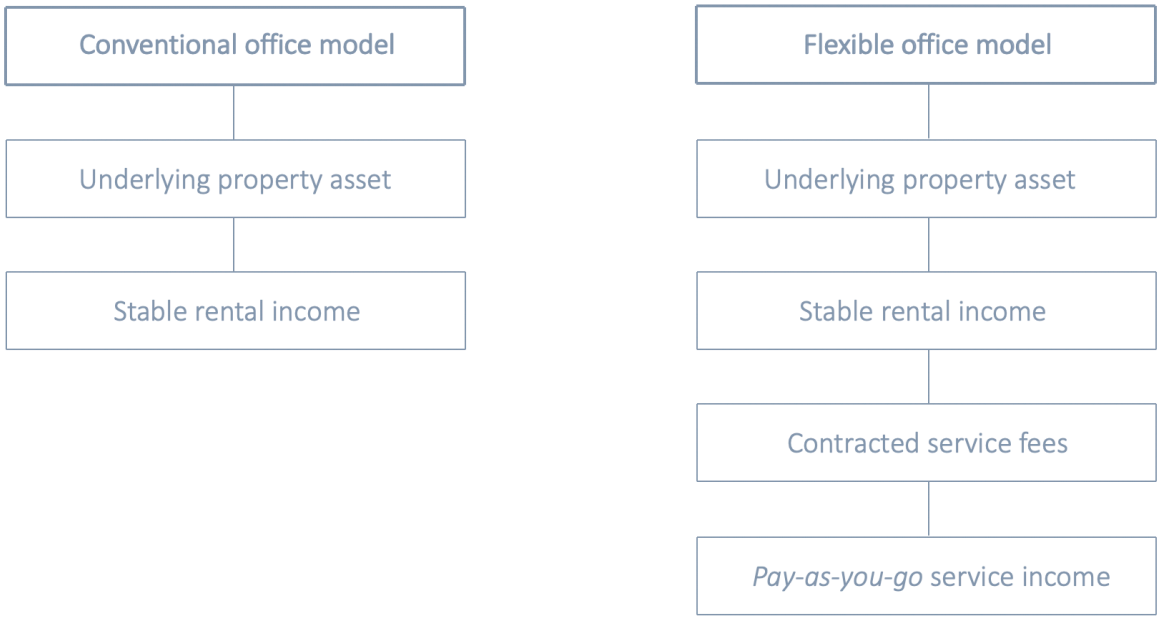
Waar bij conventionele kantoorruimte normaliter slechts één keer per vijf jaar verhuurd wordt, zijn de looptijden van de *flexcontracten* veel korter. Door de flexibiliteit van de contracten, moet de kantoorruimte steeds opnieuw 'verkocht' worden aan zittende en nieuwe huurders (Bouterse, 2019). Om aantrekkelijk te blijven, dient de afwerking doorlopend van een hoog niveau te zijn. Bij het conventionele model wordt het object door de huurder vijf jaar gebruikt en daarna in dezelfde staat als bij aanvang wordt opgeleverd (Bom, 2019). Er bestaat een kans dat de restwaarde van flex office space daarmee ligt dan bij conventionele kantoorruimte.

### 2.2.3 Verdienmodellen

Hetgeen hiervoor beschreven is heeft al duidelijk gemaakt dat er aanzienlijke verschillen bestaan tussen het conventionele model en het flexibele model. Het verdienmodel is hier tevens een belangrijk onderdeel van. In het kader van onderzoeksdoel is het relevant om inzicht te hebben in hoe inkomsten gegenereerd worden.

Conventionele kantoorruimte wordt door de langjarige huurcontracten traditioneel als een veilige investering gezien: een 'steady banker' asset. Gezien de aard van flexibele kantoorruimte met flexibele contractsvormen en een hoge mutatiegraad, verwacht men een hoger leegstandpercentage. Het verdienmodel is echter op bezettingsgraden gebaseerd, die lager kunnen liggen dan de bezettingsgraad bij een conventioneel kantoor. De inkomsten liggen daarentegen vaak ook hoger, tot circa 25% boven markthuur (J. Bom, persoonlijke communicatie, 2019). Aanbieders van flexibele kantoorruimte kunnen deze hogere inkomsten genereren omdat zij toegang hebben tot alternatieve inkomsten in de vorm van services. In de services is een onderscheid te maken tussen vaste services die in het contract zitten en *pay-as-you-go* services. Onder de vaste services vallen bijvoorbeeld de huur voor meubilair, internet en ICT-diensten en receptie. De *pay-as-you-go* services omvatten de huur van vergaderruimten, conferentiezalen en secretariële diensten (Dreisin, Dunse, Evans, Pragnell & White, 2016). Het verdienmodel is gevisualiseerd in figuur 2.1.

*Figuur 2.1 Verdienmodellen conventioneel versus flexibel (Dreisin, Dunse, Evans, Pragnell & White, 2016: Eigen bewerking)*



## 2.3 MARKT

Om meer context te creëren en de relevantie aan te tonen, wordt de markt voor flexibele kantoorruimte beschreven. Er is eveneens aandacht voor het aanbod op de markt en voor de basis van de contracten.

### 2.3.1 Marktsituatie

In de beschrijving van de definitie is reeds beschreven dat het flexibele kantoorconcept uit nood geboren is. De vraag naar flexibele kantoorruimte zakte voorheen steeds weg ten tijde van hoogconjunctuur en werd vervolgens aangejaagd door crises. Na de laatste recessie is hier echter een trendbreuk in ontstaan en laat de flexmarkt een sterke groei zien (Savills, 2019).

Het huidige aandeel van flexibele kantoorruimte van de totale voorraad kantoorruimte in Nederland ligt tussen de 3% en 5% (Cushman & Wakefield, 2018; JLL, 2018a; Savills, 2019). De cijfers van de verschillende marktpartijen komen niet overeen, omdat verschillende definities worden gehanteerd en de beoordeling subjectief blijft. Er bestaat wel consensus over de potentie van flexibele kantoorruimte. De verwachting is dat flexibele kantoorruimte tot 2030 door kan groeien tot 30% van de totale voorraad (JLL, 2018a; NVM, 2018; Savills, 2019).

De omvang van *flex* offices in Nederland is de afgelopen vijf jaar verdrievoudigd en bedraagt circa 1,1 miljoen $m^2$. In Nederland is Amsterdam qua voorraad veruit de grootste markt van flexibele kantoren. Relatief gezien is Amsterdam met 5,6% flexibele kantorenvoorraad zelfs de grootste markt van Europa. In absolute zin moet Amsterdam zijn meerdere nog erkennen in Londen, waar circa 803.000 $m^2$ (4%) flexibel is (JLL, 2018).

Met ruim honderd vestigingen is IWG in Nederland de grootste operator, bekend van merken als Regus, Spaces, HQ, Signature en No18 (JLL, 2018a; Savills, 2019). Dit is een voorbeeld van *multi branding*, wat vergelijkbaar is met de hotellerie: van budget tot vijf sterren (Savills, 2019). Deze vorm van aanbieden leidt ertoe dat het aanbod vraag creëert, blijkt ook uit de interviews. Voor ieder type huurder is er een aantrekkelijk alternatief voor het conventionele kantoor.

Grotere corporates maken ook steeds vaker gebruik van flexibele kantoorruimte, waarbij een grote hoeveelheid vierkante meters per keer wordt opgenomen (J. Bom, persoonlijke communicatie, 2019). Dit kan volledig flexibel zijn, maar kan ook een deel conventioneel zijn met daarbij flexibele *swing space*.

### 2.3.2 Varianten

Er kunnen verschillende typen flexibele verhuur onderscheiden worden, waarbij de indeling van de varianten sterk verschilt tussen marktpartijen. NVM (2018) spreekt van een vierdeling: *businesscenter, serviced, co-working* en incubator. JLL (2018a) en Savills (2019) spreken van een driedeling, waar de categorieën *serviced* en *co-working* overeind blijven. Hier wordt de categorie *hybrid* aan toegevoegd, daar veel concepten niet onder één noemer te scharen zijn.

Uit de interviews is gebleken dat *businesscenters* niet tot flexibele kantoorconcepten behoren (E. Bouterse, persoonlijke communicatie, 2019). Bij *businesscenters* ligt de focus te veel op het verhuren van de meters en te weinig op de diensten. De beoordeling hiervan blijft aan subjectiviteit onderhevig, omdat er geen ijkpunten zijn voor de beoordeling. Een incubator heeft veel gelijkenissen met een *co-working* en *serviced office* concept, maar kent een ander doel. Het doel bij een incubator is het begeleiden en ondersteunen van huurders, door bijvoorbeeld trainingen en financieringsmogelijkheden aan te bieden (NVM, 2018). Bij de verdeling van de varianten wordt dan ook van de categorisering van JLL (2018a) en Savills (2019) uitgegaan.

Onder *serviced offices* vallen aanbieders die volledig gefaciliteerde ruimte aanbieden op flexibele basis. Verder is er vaak een centrale ontmoetingsplaats gecreëerd, wat in de markt het sociale hart wordt

genoemd (S. Losekoot, persoonlijke communicatie, 2019). Bij *co-working* draait het om het faciliteren van samenwerking en innovatie. Het creëren van een community is hier onderdeel van. *Hybrid* concepten richten zich op een combinatie van *serviced offices* en *co-working* ruimte. Bij deze vorm van verhuur is er een groot sociaal hart aanwezig en wordt samenwerking tussen startups gefaciliteerd. Daarnaast wordt ook de mogelijkheid geboden aan huurders om door te groeien naar een ruimte die dichter bij *serviced office space* ligt (JLL, 2018a). De kenmerken van de verschillende varianten worden in tabel 2.2 gegeven, evenals het een indicatie van het type aanbieder die onder de variant valt (eerste regel in de tabel).

*Tabel 2.2 Varianten flexibele kantoorruimte (JLL, 2018a)*

| *Serviced* | *Hybrid* | *Co-working* |
|---|---|---|
| Regus, HNK, The Office Operators<br><br>- Focus op private ruimten (ca. 80% van het totaal);<br>- Portefeuille verspreid over verschillende type gebieden: centraal, perifeer, station en luchthaven;<br>- Beperkte abonnementsvormen. | WeWork, Spaces, Atoomclub<br><br>- Grote mix van private ruimten (ca. 60%) en open werkplekken (ca. 40%);<br>- Ligging kantoren nabij centraal gelegen OV-knooppunten of CBD-gebieden;<br>- Trendy design;<br>- Abonnementsvormen (per werkplek, per maand of jaar). | B. Amsterdam, Merkspace, Scale Hub<br><br>- Focus op hotdesks en open vloervelden (> 80%);<br>- Nabij OV-knooppunten. Een aantal aanbieders richten zich op secundaire locaties;<br>- Trendy en creatief design;<br>- Flexibele abonnementsvormen (per uur, dag(delen), maand, betalen met sociaal kapitaal). |

De typen flexibele kantoorruimte die hierboven zijn beschreven, zijn beschreven vanuit het oogpunt van de gebruiker. Uit de interviews blijkt dat er voor de waardering er uiteindelijk twee varianten zijn: eigenaar – operator – flex en eigenaar – flex. Het verschil is evident, bij de eerstgenoemde variant treedt een operator op als tussenpersoon. In deze variant ligt er een huurovereenkomst tussen de eigenaar en de operator, waardoor de waardering dichterbij conventionele kantoorruimte ligt. De onderliggende huurovereenkomst zorgt ervoor dat het risico is verlegd van de eigenaar naar de operator.

### 2.3.3 Contracten

De contractsvormen worden beschreven aan de hand van de varianten die voor de waardering relevant zijn: eigenaar – operator – flex en eigenaar – flex.

Bij de eerste variant ligt er een huurcontract tussen de eigenaar en de operator. In de interviews geven de respondenten aan dat operators vaak voor langere termijnen huren, variërend van traditionele vijf plus vijf contracten tot langere termijnen. Voor wat betreft de incentives in de contracten vullen de respondenten elkaar aan. Twee respondenten geven aan dat er omzetgerelateerde incentives in de contracten verwerkt zijn. De Head of Workthere Netherlands van Savills laat weten dat het tevens gebruikelijk is dat operators bedingen dat alle *capital expenditures* (capex) bij aanvang gedragen worden door de eigenaar. Deze investeringen zijn vaak nodig om het kantoor 'operator-waardig' te maken. Daan Diemel (Senior Valuer | JLL) komt daarnaast ingroeimogelijkheden tegen in de contracten met operators. Dit houdt in dat operators bij een lage bezettingsgraad vierkante meters terug kunnen leveren. Andere respondenten, zoals Walter de Geus (Director Valuations | CBRE) en Martijn Onderstal

(Head of Valuations | Valuations) geven aan dat de incentives sterk afhankelijk zijn van de locatie, waar incentives op primaire locaties dicht tegen conventioneel aan liggen. De verklaring die hiervoor wordt gegeven is dat de concurrentie op deze locaties groot is, waardoor de huurder een zwakkere onderhandelingspositie heeft.

In de tweede variant wordt flexibele kantoorruimte verhuurd aan een gebruiker. Ed Bouterse (Head of Workthere Netherlands | Savills) stelt dat contracten die aanbieders van flexibele kantoorruimte aanbieden geen huurovereenkomsten zijn maar servicecontracten, vergelijkbaar met telefoonabonnementen. Nadat voor de eerste keer betaald is, zit de huurder eraan vast. De overige respondenten geven aan dat de duur van deze contracten sterk varieert, van een uur tot jaren.

## 2.4 Risico

De respondenten hebben moeite om aan te geven wat meer risico is: conventioneel verhuren aan een stabiele huurder of flexibel verhuren. Bij conventionele kantoorruimte is er doorgaans de zekerheid van het huurcontract, maar daar staat tegenover dat het risico bij flexibele kantoorruimte gespreid is. Huurcontracten lopen nooit allemaal tegelijk af en kleinere ruimtes zijn makkelijker om te vullen. Bij de beoordeling welk type verhuur risicovoller is, wordt in de meeste gevallen het argument gegeven dat locatie doorslaggevend is.

Een respondenten vult aan dat een risico van flexibel verhuren de services zijn, die ook bij lage bezettingsgraden geboden moeten worden (S. Losekoot, persoonlijke communicatie, 2019). Het risico van het verhuren aan een operator wordt als vrij laag gezien, omdat er een huurcontract tussen de eigenaar en de operator ligt. Hierin voorziet de Head of Valuations van Savills wel een risico, wat de respondent het *Van der Valk-effect* noemt. Er vindt dan schaalvergroting plaats om het schaal vergroten, waarbij er met bezettingsgraadcijfers tussen de verschillende vestigingen wordt geschoven.

Het risico van flexibele kantoorruimte voornamelijk zit in de volatiele kasstromen. De onderliggende waarde van het vastgoed reageert daarnaast ook meer op veranderende marktomstandigheden. Naast veranderende marktomstandigheden hebben andere factoren ook directere impact op de waarde van het vastgoed. De prestatie van het vastgoed is net als bij hotels sterk afhankelijk van de kwaliteit van het management (A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

## 2.5 Conclusie

De definities die door marktpartijen worden gehanteerd zijn in het kader van dit onderzoek niet bruikbaar. Er is dan ook een nieuwe definitie opgesteld die in het vervolg van de scriptie wordt aangehouden.

> *''Er is sprake van flexibele kantoorruimte op het moment dat inkomsten uit zowel de verhuur van werkplekken als services gegenereerd worden, de contracten flexibel van aard zijn en het verdienmodel gebaseerd is op bezettingsgraden.''*

Het belangrijkste verschil tussen de definities van de marktpartijen en de opgestelde definitie, is dat het verdienmodel is opgenomen in de definitie. Het verdienmodel is tevens een van de fundamentele verschillen van het flexibele model ten opzichte van het conventionele model voor de verhuur van kantoorruimte. De flexibele aanbieder heeft toegang tot alternatieve inkomsten in de vorm van de verhuur van services.

Flexibele kantoorruimte kan als een operationeel geheel gezien worden, dat bestaat uit het vastgoed en business. Het vastgoed is een randvoorwaarde voor het aanbieden van de services. Voor de

waardering zijn er twee varianten: eigenaar – operator – flex en eigenaar – flex. In de eerste variant is de operator risicodrager en ligt er een huurcontract tussen de operator en de eigenaar. In het vervolg van de scriptie wordt van de tweede variant uitgegaan. De eigenaar is in dit geval de risicodrager en heeft recht op alle inkomsten die voortvloeien uit het gebruik als flexibel kantoor.

Er is aantoonbare consensus over de marktpotentie van flexibele kantoorruimte: *''flex is here to stay''.* De verwachting is dat het aandeel flexibele kantoorruimte doorgroeit tot 30% en flexibele kantoorruimte een fundamenteel onderdeel van de markt wordt. Dit toont tevens de relevantie van het onderzoek aan en de behoefte aan een breed gedragen waarderingsbenadering.

De gebruiker van flexibele kantoorruimte heeft inmiddels de keuze uit een breed aanbod. Voor de waardering zijn er twee varianten: eigenaar – operator – flex en eigenaar – flex. In de eerste variant is de operator risicodrager en ligt er een huurcontract tussen de operator en de eigenaar.

Het grootste risico van flexibele kantoorruimte zijn de volatiele kasstromen die directer reageren op veranderende omstandigheden. Het verdient de voorkeur om een waarderingsmethode te gebruiken die hiervoor geschikt is. In het volgende hoofdstuk wordt hier aandacht aan besteed.

# 3 WAARDERINGSMETHODEN

Een essentieel onderdeel van de waardering is de keuze van de meest geschikte waarderingsmethode. In die context worden er in dit hoofdstuk twee deelvragen beantwoord, te weten: *'Welke waarderingsmethoden zijn beschikbaar inclusief voorwaarden en welke zijn toepasbaar op flexibele kantoorruimte?'* en *'Welke aanbevelingen worden vanuit de regelgeving gedaan ten aanzien van te hanteren waarderingsmethoden?'*.

In de taxatieleer zijn drie benaderingen te onderscheiden: de comparatieve benadering, de inkomstenbenadering en de kostenbenadering. In beginsel zijn alle benaderingen gebaseerd op het principe van substitutie[1] en marktconformiteit. De verschillende benaderingen leveren niet per definitie dezelfde uitkomst op, maar geven een indicatie van de marktwaarde. Het is aan de taxateur om de indicaties in perspectief te plaatsen en met elkaar te verzoenen (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Onder ieder van de benaderingen vallen meerdere waarderingsmethoden. De methoden zijn te onderscheiden in impliciete en expliciete methoden. Impliciete methoden zijn beknopt, maar hebben het voordeel dat ze sterk geënt zijn op *market evidence* en daarmee marktconform. De expliciete methoden geven een gedetailleerd inzicht in de waardebepalende factoren, waarmee de transparantie en de nauwkeurigheid worden versterkt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

## 3.1 COMPARATIEVE BENADERING

Er zijn twee waarderingsmethoden gebaseerd op de comparatieve benadering: de vergelijkingsmethode en de regressiemethode.

### 3.1.1 Vergelijkingsmethode

De vergelijkingsmethode gaat uit van het principe van directe prijsvergelijking. Het te taxeren object wordt vergeleken met een of meerdere referentietransacties. Bij de selectie van de referentietransacties dient aandacht te zijn voor de vergelijkbaarheid op basis van objectspecifieke kenmerken. Naast de objectspecifieke kenmerken, zijn ook vergelijkbaarheid van de condities en omstandigheden van de referentietransactie van belang (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

In veel gevallen zijn referentieobjecten niet volledig vergelijkbaar met het te taxeren object. Om de vergelijkbaarheid van referenties te vergroten, worden waardebepalende factoren van referentieobjecten gecorrigeerd. Waardebepalende factoren zijn de objectspecifieke kenmerken, waaronder onder andere locatie, oppervlakte en staat van onderhoud. Er kan gecorrigeerd worden in de vorm van een percentage of een absoluut getal (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Daarnaast kunnen vergelijkingseenheden gebruikt worden om de vergelijkbaarheid te vergroten. Hierbij kan gedacht worden aan $m^2$ vvo bij commercieel vastgoed, $m^2$ gebruiksoppervlakte of $m^3$ bij woningen en kamers bij hotels. Voorzichtigheid is hier geboden. Vergelijkingseenheden kunnen slechts binnen een bandbreedte constant zijn en er kan sprake zijn van waardebepalende elementen die geen relatie met de vergelijkingseenheid hebben (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

[1] Substitutie vindt men terug in alle benaderingen: bij de comparatieve methode als vergelijkbaar goed, bij de kostenbenadering als herbouwwaarde en bij de inkomstenbenadering als alternatieve inkomstendrager (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De taxateur dient te bepalen hoeveel referentieobjecten bij de vergelijking worden betrokken, op welke onderdelen vergelijkingen worden gemaakt en in welke eenheden de bedragen worden uitgedrukt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De vergelijkingsmethode is sterk afhankelijk van de beschikbaarheid van kwalitatieve referenties en de beschikbaarheid van data. Van deze methode wordt vooral gebruik gemaakt bij woningtaxaties (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De methode is slechts in beperkte mate geschikt voor de waardering van flexibele kantoorruimte. Dit komt voornamelijk omdat de markt voor flexibele kantoorruimte nog niet volwassen is, waardoor er in veel gevallen slechts een beperkt aantal referenties aanwezig zijn. Verder is de prestatie van flexibele kantoorruimte voor een groot deel afhankelijk van het management, wat in deze methode niet wordt meegenomen. De methode is wel geschikt als controlemethode, naast een of meerdere andere methoden.

### 3.1.2 Regressiemethode

De regressiemethode wordt toegepast bij modelwaardeberekeningen, bijvoorbeeld in het kader van de Wet WOZ of de Nationale Hypotheekgarantie (NHG). Hierbij gaat het om massale taxatieoperaties waarbij geautomatiseerde waardebepalingsmodellen worden gebruikt. Een voorbeeld van een dergelijke aanbieder is Geophy (Geophy, 2019). De methode wordt ook wel de enkelvoudige of meervoudige regressieanalyse genoemd. Een regressieanalyse is een techniek om gegevens te analyseren wanneer sprake is van een eventuele samenhang tussen variabelen. Binnen de vastgoedsector kunnen dat bijvoorbeeld het vastgoedobject en de waarde zijn (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De techniek achter deze analysemethode is op dit moment niet relevant voor de waardering van flexibele kantoorruimte en wordt derhalve niet beschreven. De methode kan zich in de toekomst ontwikkelen tot een toepasbare methode, wanneer een kwalitatieve dataset van flexibele kantoorruimte beschikbaar is.

## 3.2 INKOMSTENBENADERING

Zoals de naam van de inkomstenbenadering al doet vermoeden, vormen de geldinkomsten die uit het vastgoed worden gegenereerd de basis voor de waardering. Door middel van kapitaliseren of disconteren worden geldinkomsten vertaald in waarde (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013)

### 3.2.1 Kapitalisatiemethode

Er zijn in de basis twee varianten van de kapitalisatiemethode, die afhankelijk zijn van het al dan niet verhuurd zijn van het object. Het betreffen de varianten huurwaardekapitalisatie en de BAR-/NAR-methode.

- Object verhuurd: de huurinkomsten van een object worden gekapitaliseerd door middel van de BAR-/NAR-methode;
- Object vrij van huur en gebruik: de huurwaarde van een object wordt gekapitaliseerd door middel van de huurwaardekapitalisatie.

In de praktijk zijn er diverse hybride vormen in omloop, waarbij rekening wordt gehouden met de toekomstige situatie van een object. Dit vormt geen probleem, zolang de taxateur transparant is over de totstandkoming van de waarde (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Voor nu worden alleen de basisvormen van de kapitalisatiemethode beschreven.

#### *3.2.1.1 Huurwaardekapitalisatie*

Bij de huurwaardekapitalisatie wordt in eerste instantie uitgegaan van de huurwaarde van een object. De huurwaarde is de theoretische veronderstelde huur die door de taxateur ingeschat dient te worden. In de markt worden hier ook wel de aanduidingen 'markthuur' en 'markthuurwaarde' gebruikt.

Kapitalisatie kan plaatsvinden door de huurwaarde te delen door de yield (y) of te vermenigvuldigen met de cap-rate (F). Voor de uitkomst maakt het geen verschil of gebruik gemaakt wordt van de yield of de cap-rate, daar het exacte tegenpolen van elkaar zijn. De relatie wordt door middel van berekening 3.1 aangetoond.

$$F = 1 / y \qquad [3.1]$$

De waarde wordt vervolgens berekend aan de hand van een van de berekeningen 3.2 en 3.3, die hieronder worden weergegeven.

$$W = H / y - kk \qquad [3.2]$$

Of

$$W = H * F - kk \qquad [3.3]$$

Waarin:
W : waarde
H : huurwaarde
kk : wettelijke transactiekosten

De voorkeur vanuit de theorie gaat uit naar rekenwijze 3.2. In de praktijk wordt de cap-rate vaak afgerond, waardoor onnauwkeurigheden ontstaan. Daarnaast is er bij de rekenwijze met de yield een directere relatie met de rentevoet (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Een yield dient verkregen te worden uit recent gerealiseerde transacties van vergelijkbaar vastgoed. Hierbij wordt de huurwaarde van de referentieobjecten gedeeld door de totale investering, waaronder ook de wettelijke transactiekosten vallen (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

#### *3.2.1.2 BAR-methode*

De berekening van de BAR-methode vertoont grote gelijkenissen met de kapitalisatiemethode. Bij de kapitalisatiemethode staat de huurwaarde centraal, waar de huuropbrengst centraal staat bij de BAR-methode. De overige input bestaat wederom uit een yield en de wettelijke transactiekosten, zoals berekening 3.4 laat zien.

$$W = Hp / y_{bar} - kk \qquad [3.4]$$

Waarin:
W : waarde
Hp : huuropbrengst eerste jaar
$y_{bar}$ : $yield_{bar}$
kk : wettelijke transactiekosten

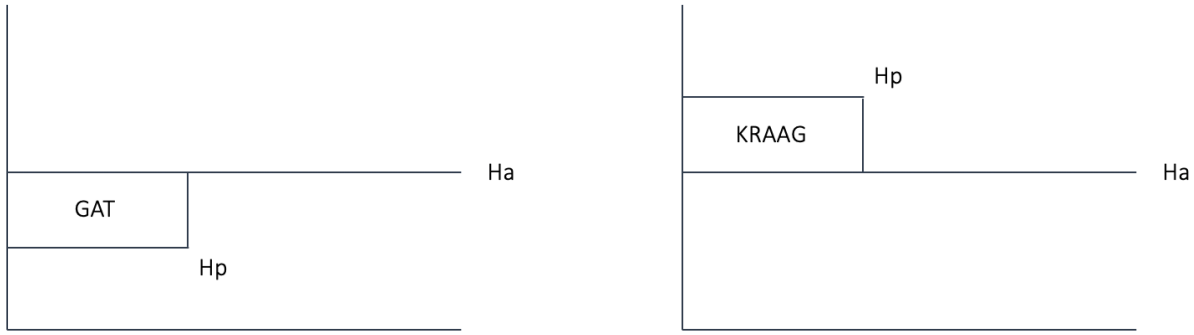
De yield in het geval van de BAR-methode dient wederom uit de markt verkregen te worden. De benadering ten opzichte van de kapitalisatiemethode verschilt. In plaats van de huurwaarde te delen door de totale investering, wordt de huuropbrengst gedeeld door de koopsom zonder wettelijke transactiekosten.

Met de BAR-methode zoals in berekening 3.4, wordt nog geen rekening gehouden met de situatie na een jaar. Om deze reden worden er varianten op de BAR-methode gebruikt in de markt. Het betreffen de kraag-gat BAR-berekening en de Angelsaksische BAR-berekening (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

#### 3.2.1.2.1 Kraag-gat BAR-berekening

Bij de kraag-gat BAR-berekening wordt rekening gehouden met de aanpassingshuur die de huuropbrengst kan ondergaan. Door de aanpassingshuur te kapitaliseren en op de gevonden waarde een kapitaalscorrectie te doen, wordt de waarde berekend. De correctie is nodig, omdat de aanpassingshuur te hoog of te laag kan zijn. De methode is gevisualiseerd in figuur 3.1.

*Figuur 3.1 Visualisatie kraag-gat BAR-methode*




De hoogte van de correctie is de contante waarde van het verschil tussen de huuropbrengst en de aanpassingshuur. De periode voor de contante waardeberekening is de periode vanaf waardepeildatum tot de eerste aanpassingsdatum. In de praktijk wordt hier een vast percentage voor gebruikt van zeven procent (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). De formule die hieruit volgt is formule 3.5.

$$W = (Ha / y_{bar} - CW\ (Ha - Hp)) - kk \qquad [3.5]$$

Waarin:

Ha : aanpassingshuur
$y_{bar}$ : $yield_{bar}$
CW : Contante waarde
Hp : huuropbrengst eerste jaar
Kk : wettelijke transactiekosten

#### 3.2.1.2.2 Angelsaksische BAR-berekening

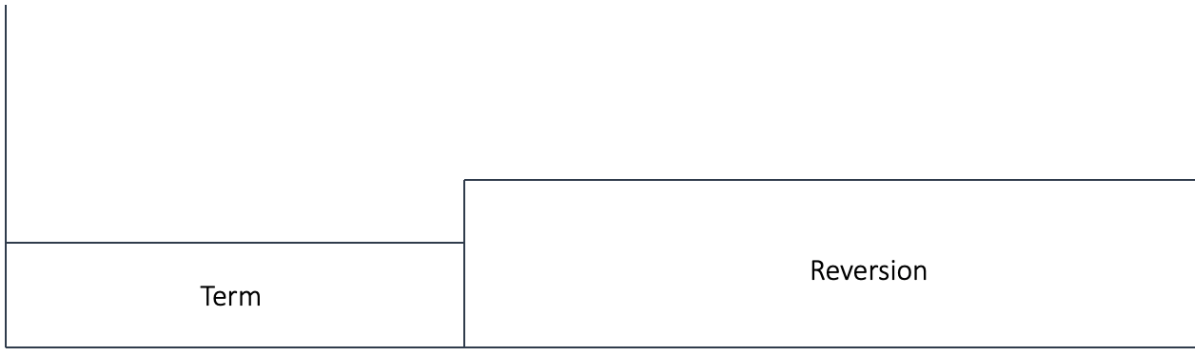
De Angelsaksische BAR-berekening wordt in Nederland doorgaans niet gebruikt. Wanneer de methode toch wordt gebruikt, is dit vaak door van origine Britse kantoren. Bij perfecte uitvoering van de kraag-gat BAR-methode en de Angelsaksische BAR-methode moeten de uitkomsten gelijk zijn. De totstandkoming van de waarde verschilt echter.

Deze methode kan wederom onderverdeeld worden in twee varianten: de *term and reversion* en de *layer and hardcore*.

De *term and reversion*-variant is een combinatie van de kapitalisatiemethode en de contante waardeberekening. De *term* is de huuropbrengst van de huidige contractperiode, die contant wordt gemaakt door middel van een rentevoet. De *reversion* wordt gezien als een eeuwigdurende huurstroom, die pas start vanaf het moment dat de *term* stopt. De verwachte huuropbrengst in het eerste jaar na

afloop van de term wordt gekapitaliseerd. Voor de kapitalisatie van deze huurstroom wordt doorgaans een hogere yield aangehouden, waarmee het grotere risico van deze huurstroom wordt verwerkt in de berekening. De som van de contante waarde van de *term* en de kapitalisatie van de *reversion* minus de wettelijke transactiekosten resulteert in de waarde (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Een en ander wordt gevisualiseerd in figuur 3.2.

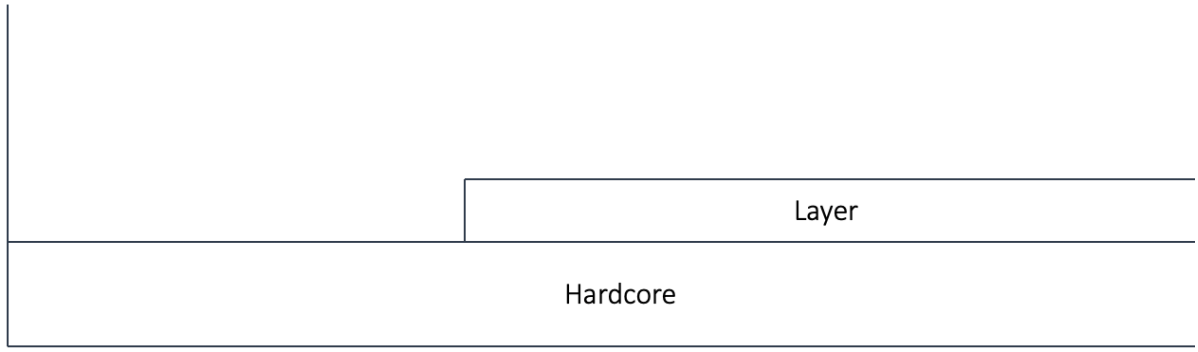
*Figuur 3.2 Visualisatie term and reversion*




Bij de *layer and hardcore*-methode vindt er tevens een tweedeling plaats. Deze keer betreft het echter een horizontale splitsing. De argumentatie voor deze splitsing kent zijn oorsprong in het feit dat de methode is ontstaan in Groot-Brittannië. Huurcontracten in Groot-Brittannië zijn vaak voorzien van *upwards only*-herzieningen, wat inhoudt dat huren alleen naar boven aangepast kunnen worden. De mogelijkheid van een stijging van de huur wordt de *layer* genoemd, de contracthuur *hardcore*.

Een toekomstige huurstijging blijft echter een onzekere factor, daar de huur ook stabiel kan blijven. Dit risico wordt in de berekening verwerkt door een hogere yield aan te houden voor de *layer*. Het hiervoor beschrevene is gevisualiseerd in figuur 3.3.

*Figuur 3.3 Visualisatie layer and hardcore*




#### *3.2.1.3 NAR*

De NAR-methode vertoont veel gelijkenissen met de BAR-methode, waarbij het belangrijkste verschil zit in het feit dat uit wordt gegaan van de netto huuropbrengst. Verder worden kapitaalscorrecties verwerkt in de berekening. Hieruit volgt formule 3.6.

$$W = (Ha - Ke / y_{nar} + CW * Kc) – kk \qquad [3.6]$$

Waarin:

Ha : aanpassingshuur
Ke : exploitatiekosten
$Y_{nar}$ : $yield_{nar}$

CW : Contante waarde
Kk : wettelijke transactiekosten

Exploitatiekosten worden omschreven als uitgaven die verbonden zijn aan de exploitatie van een object, voor rekening van de eigenaar komen en periodiek terugkeren. Dit in tegenstelling tot kapitaalscorrecties, die een incidenteel karakter hebben. Kapitaalscorrecties kenmerken zich als een toekomstige uitgave. Er is dan ook een sterke voorkeur om met de contante waarde van de toekomstige uitgave te rekenen. De rentevoet wordt in de markt doorgaans op zeven procent gehouden, maar kan bijgesteld worden op basis van verwacht risico (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De kapitalisatiemethode in al haar verschijningsvormen is in theorie toepasbaar in de waardering van flexibele kantoorruimte. Gezien de aard van flexibele kantoorruimte, gekenmerkt door volatiele kasstromen bestaande uit een vaste en variabele inkomsten, gaat de voorkeur uit naar de Angelsaksische BAR-berekening en de NAR-methode.

In de markt is een methode in omloop die beschreven kan worden als een uitwerking van de NAR-methode en gericht is op de waardering van flexibele kantoorruimte (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, 2019). Deze methode wordt de split yield methode genoemd en dankt haar naam aan het feit dat verschillende yields aan de inkomsten worden toegekend op basis van risicoprofiel. Dit maakt de methode geschikt voor de waardering van flexibele kantoorruimte, omdat de zekerheid van de inkomsten uit services uiteenloopt.

### 3.2.2 Discounted cashflow methode

De discounted cashflow methode (DCF) is een methode waarbij alle inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt en vervolgens bij elkaar op worden geteld (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). De contante waarde van een toekomstige kasstroom is de waarde van die kasstroom op dit moment. De basisberekening die hieraan ten grondslag ligt is berekening 3.7.

$$PV = CF / (1 + r)^t \qquad [3.7]$$

Waarin:

PV : Present Value
CF : Cashflow
r : Rentevoet (disconteringsvoet)
t : Termijn

De berekeningen zijn gebaseerd op geprognosticeerde kasstromen die door de taxateur bepaald worden. Door de aannames is methode is bij uitstek bruikbaar in markten waar weinig referenties beschikbaar zijn. Deze kasstromen kunnen dan ook niet zonder meer voor waar aangenomen worden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). In het bepalen van de kasstromen schuilen zowel de voordelen als de nadelen van de methode.

Het voordeel van de methode is dat de taxateur gedetailleerde input in het model kwijt kan (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Er kunnen variabelen worden toegevoegd, wat de transparantie ten goede komt en zorgt voor een goede benadering van toekomstige kasstromen. Echter, zorgt het toevoegen van variabelen voor meer aannames over toekomstige gebeurtenissen, wat ertoe leidt dat de output onzekerder wordt.

Een essentieel onderdeel van de methode is het cashflow-overzicht, waarin alle geprognosticeerde kasstromen gepresenteerd worden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Doorgaans wordt een beschouwingsperiode van tien jaar aangehouden, maar uit de interviews blijkt dat opdrachtgevers

wensen uitspreken voor langere perioden. In de interviews is niet naar voren gekomen waarom opdrachtgevers deze termijn verlangen. Een mogelijke verklaring kan de verwerking van groot onderhoud zijn of het feit dat conjunctuureffecten beter verwerkt kunnen worden. In specifieke gevallen kan een langere beschouwingsperiode relevant zijn, bijvoorbeeld bij erfpacht. Voor de langere beschouwingsperioden geldt dat de onzekerheid van de kasstroom toeneemt wanneer deze verder in de toekomst ligt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De DCF-methode is in theorie toepasbaar op de waardering van flexibele kantoorruimte. Flexibele kantoorruimte wordt gekenmerkt door volatiele kasstromen, die overzichtelijk en transparant in het cashflow-overzicht verwerkt kunnen worden. Verder zijn er in nog beperkt referentietransacties beschikbaar voor de waardering van flexibele kantoorruimte, waardoor de DCF-methode een relevante methode is.

### 3.2.3 Draagkrachthuurmethode

De draagkrachthuurmethode is een vreemde eend in de bijt vergeleken bij de eerder beschreven methodes. Het vastgoed wordt niet als uitgangspunt van de waardering genomen, maar de exploitatie die binnen het vastgoed plaatsvindt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De methode dankt haar naam aan het feit dat wordt berekend wat de maximale huurlast is die de huurder kan 'dragen'. Dit wordt gedaan aan de hand van genormeerde omzetcijfers die realiseerbaar zijn. De volgende stap is bepalen welk deel van de omzet gespendeerd kan worden aan huisvestingslasten. Een variant hierop schrijft voor dat een percentage van de brutowinst als maximale huurlast berekend dient te worden. Wanneer de maximale huurlast is berekend, wordt de huur gekapitaliseerd of gedeeld door een marktconforme yield (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Er zijn meerdere bezwaren op deze methode. Het belangrijkste bezwaar is dat de waardering sterk afhankelijk is van het type ondernemer dat zich in het object vestigt. De ene exploitant is in staat om een hogere omzet te genereren dan de andere exploitant. Er zijn ondernemers die zeven dagen per week open zijn, maar ook ondernemers die de winkel dertien weken per jaar sluiten voor vakantie. Discotheken zijn bijvoorbeeld weer afhankelijk van slechts één of twee dagen per week. Hier geldt wederom dat er ook ondernemers zijn die de discotheek doordeweeks weten te verhuren als zaalruimte (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Naast de bezwaren op de methode, is deze qua aard niet geschikt voor de waardering van flexibele kantoorruimte. Huurgegevens zijn normaliter voor een groot deel bekend, dan wel kan er een aanname gedaan worden op basis van referenties. Het bepalen van de maximale huurlast van een huurder is niet relevant. In het geval van een operator als tussenpersoon wordt het vastgoed niet door de eigenaar zelf gebruikt, waardoor het niet als huisvestingslasten uit te drukken is. In het geval van een eigenaar die het object zelf flexibel verhuurd, is het niet realistisch om voor iedere huurder de maximale huurlast te berekenen.

### 3.2.4 Gross operating profit-methode

De gross operating profit-methode (GOP) wordt gebruikt voor de waardering van exploitatiegebonden vastgoedobjecten, die qua omvang tot de kleinere en middelgrote ondernemingen behoren.

In de kern is er sprake van exploitatiegebonden vastgoed wanneer het voor bedrijfsuitoefening wordt gebruikt, verbonden is met andere materiele vaste activa en het in principe alleen voor die betreffende bedrijfsuitoefening kan worden gebruikt. Enkele voorbeelden zijn hotels, campings, partycentra en benzinestations (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Het essentiële kenmerk van dit type vastgoed is dat het is ontworpen voor specifiek gebruik en het resulterende gebrek aan flexibiliteit

betekent dan dat de waarde van het vastgoedbelang intrinsiek gekoppeld is aan het rendement dat de eigenaar uit dat gebruik genereert. De waarde geeft dan ook het handelspotentieel weer.

De GOP-methode maakt het mogelijk om inzicht te krijgen in de afzonderlijke waardebepalende componenten, zonder dat ze gescheiden hoeven te worden. In het kort komt het erop neer dat waarde van het vastgoedobject wordt bepaald op basis van de NAR-methode, de roerende zaken worden gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde en het bedrijf op basis van kapitalisatie van de genormaliseerde bedrijfswinst (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Een flexibel kantoor is minder specialistisch dan de vormen van exploitatiegebonden vastgoed die eerder zijn genoemd. De verhuur van de flexibele kantoorruimte vindt plaats binnen een conventioneel en kan vrij eenvoudig weer als conventioneel kantoor in gebruik genomen worden. De hogere huurprijzen voor kortlopende serviceovereenkomsten en gegenereerde inkomsten uit aanvullende services, maken het mogelijk een hoger netto bedrijfsresultaat te halen dan bij conventionele kantoorruimte het geval is. Het vastgoed is hierbij een randvoorwaarde om de inkomsten uit services te genereren, waardoor het als een operationeel geheel gezien kan worden en de extra inkomsten in de marktwaarde tot uiting kunnen komen (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Daar er overeenstemming in verschillende bronnen is over het feit dat er in de waardering van flexibele kantoorruimte rekening gehouden moet worden met de hogere inkomsten die voorvloeien uit het gebruik als flexibel kantoor, is de achterliggende gedachte van de methode toepasbaar op de waardering van flexibele kantoorruimte.

### 3.2.5 Residuele grondwaardemethode

De residuele grondwaardemethode is van toepassing op vastgoed met een (her)ontwikkelingspotentie. De toekomstige situatie van het vastgoed qua bestemming en gebruik dient als uitgangspunt in de waardering (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De berekening vangt aan met de bepaling van de verwachte opbrengsten van het object in de toekomstige situatie. Vervolgens worden de kosten en het risico om het object in de toekomstige toestand te krijgen afgetrokken van de verwachte opbrengsten. Wat resteert is de residuele waarde in de huidige staat (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De residuele grondwaardemethode wordt gebruikt voor de waardering van bouwgrond, bouwkavels of bestaande objecten die herontwikkeld worden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). De methode is daarmee niet geschikt als basismethode voor de waardering van flexibele kantoorruimte.

## 3.3 Kostenbenadering

De kostenbenadering is de laatste van de drie basisbenaderingen. De methode is bij uitstek geschikt voor specifieke of unieke vastgoedobjecten en in markten waar nauwelijks referenties aanwezig zijn. De benadering is vertaald in een methode die de naam vervangingswaardemethode draagt.

### 3.3.1 Vervangingswaardemethode

In beginsel gaat de vervangingswaardemethode uit van de kosten die (fictieve) vervanging met zich meebrengen. De methode is formulevorm wordt in berekening 3.8 gegeven.

W = grondwaarde + reproductiekosten – geaccumuleerde waardevermindering [3.8]

Waarin:

W : waarde

Schematisch gezien ziet de waardering op basis van de vervangingswaardemethode er als volgt uit. De waarde van de grond wordt op basis van de marktwaarde bij huidig gebruik bepaald. Hiervoor kan uitgeweken worden naar de comparatieve methode of de residuele grondwaardemethode. De tweede stap is het waarderen van de actuele brutovervangingswaarde van de opstal minus correcties. De laatste stap omvat het schatten van de kosten om de veroudering op te lossen en het object terug te brengen in een staat van optimale productiviteit (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De vervangingswaardemethode wordt in de International Valuation Standards (IVS) gezien als een methode die de marktwaarde kan indiceren. In de praktijk hebben kosten en marktwaarde echter slechts een beperkte correlatie (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De methode wordt veelal gebruikt in samenhang met andere methoden, bijvoorbeeld bij taxaties voor de jaarrekening en de wet WOZ. Daarnaast wordt de methode gebruikt als controle op een van de andere waarderingsmethoden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Een van de bezwaren op de methode is reeds beschreven en betreft het feit dat kosten en marktwaarde niet direct samenhangen. Verder zitten er veel subjectieve aspecten in de waardering, voornamelijk met betrekking tot de bepaling van de bruto vervangingswaarde en de waardevermindering (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De methode is niet geschikt als basismethode voor de waardering van flexibele kantoorruimte. Hoewel het flexproduct een specifiek type vastgoed betreft, zijn er in toenemende mate voldoende referenties aanwezig. Deze waarderingsmethode staat ook verder van de marktwaarde af, daar voornamelijk naar de kostenkant gekeken wordt. De methode zou in uitzonderlijke gevallen gebruikt kunnen worden als controlemethode, maar niet als hoofdmethode.

## 3.4 *BEST PRACTICES*

Voor de zogenaamde *best practices* aangaande de waardering van commercieel vastgoed is het document *Goed gewaardeerd vastgoed* (2014) van Platform Taxateurs en Accountants (PTA) geraadpleegd. Er is voor dit document gekozen omdat het naast een aanvulling op, ook een uitwerking is van de taxatiestandaarden International Valuation Standards (IVS) en European Valuation Standards (EVS) is. Verder is bij de totstandkoming van het document vanuit de regelgeving gekeken, maar ook vanuit de markt. Hiermee is het marktgeluid gehoord en is het document betrouwbaar en relevant binnen de kaders van dit onderzoek.

Met betrekking tot de te hanteren waarderingsmethoden worden de volgende aanbevelingen gedaan. Er wordt de aanbeveling gedaan om zo veel mogelijk gebruik te maken van twee methoden ter onderbouwing en vergelijking. Er wordt gesteld dat de combinatie de waardering sterker maakt, voornamelijk bij sterk wisselende kasstromen (PTA, 2014). Dit is bij uitstek het geval bij flexibele kantoorruimte.

In het vervolg van de aanbevelingen wordt afgeraden de BAR-methode te gebruiken, aangezien de BAR-methode het minst transparant is in de vastlegging van de overwegingen van de taxateur. De aanbeveling geldt sterk bij volatiele kasstromen (PTA, 2014).

De laatste relevante aanbeveling betreft de aanbeveling tot het gebruik van de DCF-methode en de NAR-methode. Het argument voor deze methoden is dat deze een beter inzicht geven in de wijze waarop aannames en uitgangspunten tot stand zijn gekomen (PTA, 2014).

## 3.5 VOORKEUR VAN DE MARKT

De eerder dit hoofdstuk beschreven methoden zijn aan de markt getoetst. Er zijn vijf interviews bij taxateurs afgenomen, waarin naar de gebruikte waarderingsmethoden is gevraagd. De uitkomst wordt hieronder beschreven. Een integrale analyse van de interviews is terug te vinden in bijlage V.

De respondenten hebben een sterke voorkeur voor de BAR-/NAR-methode, waarbij de DCF-methode als naslagwerk wordt gebruikt. Argumenten voor deze keuze hebben voornamelijk betrekking op het feit dat de BAR de beste aansluiting heeft bij de markt en daadwerkelijk gerealiseerd wordt. Wat verder als een belangrijk voordeel wordt ervaren, is dat de BAR van referentietransacties vaak bekend is bij de taxateurs. Hierdoor hebben zij meer gevoel bij de uitkomst en kunnen zo de waarde beter duiden. Hoewel de DCF-methode feitelijk als completer wordt ervaren, is het grootste bezwaar van de respondenten dat de input in het model onzeker is.

Wanneer wordt gekeken naar de kenmerken van flexibele kantoorruimte en de kenmerken van de DCF-methode, lijkt de methode juist uitermate geschikt voor de Nederlandse markt waarin er slechts in beperkte mate referenties aanwezig zijn.

In internationale context in meer volwassen markten voor flexibele kantoorruimte is er een algemeen gebruik voor de waardering van flexibele kantoren. De hogere inkomsten die worden gegenereerd worden meegenomen in de waardering, waarbij het flexibele kantoor als een volledig operationeel geheel wordt gewaardeerd. De hogere inkomsten die uit het flexibele kantoor worden gegenereerd, komen zo terug in de marktwaarde (Dreisin et al., 2016; Green, 2015; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Er wordt voornamelijk gebruik gemaakt van een split yield methode in combinatie met een DCF-methode in volwassen markten, waar de split yield methode in deze gevallen leidend is. Dit geldt voor het uitgangspunt dat de operator eigenaar is van het object (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

## 3.6 CONCLUSIE

De waardering van flexibele kantoorruimte valt eigenlijk tussen twee waarderingsmethoden in: de traditionele methode waarbij inkomsten worden gekapitaliseerd of gedisconteerd en de methode voor exploitatiegebonden vastgoed.

Hoofdstuk twee heeft laten zien dat flexibele kantoorruimte een geheel is dat bestaat uit het vastgoed en de aangeboden services. Het marktbeeld is dat er in de waardering ook als zodanig naar gekeken dient te worden.

Van de onderzochte methoden lenen de volgende methoden in theorie zich het beste voor de waardering van flexibele kantoorruimte: de kapitalisatiemethode in de vorm van de split yield methode en de DCF-methode.

Er bestaat een discrepantie tussen de aanbevolen te hanteren waarderingsmethoden en de waarderingsmethoden die in de praktijk worden toegepast. Waar aanbevolen wordt om de BAR-methode niet als leidende methode te hanteren, is dit in de praktijk wel gebruikelijk.

Een aanbeveling die vanuit de regelgeving wordt gedaan is om meerdere methoden aanvullend aan elkaar te gebruiken. Deze aanbeveling wordt ondersteund vanuit de literatuur en blijkens de interviews door de praktijk reeds toegepast.

Uiteindelijk komt het in de waardering neer op welke vergelijkbare bewijzen gebaseerd kan worden, los van welke benadering wordt uitgegaan. Op basis van dit gegeven en het voorgaande, kan geconcludeerd worden dat de DCF-methode en split yield methode het meest geschikt met als controlemiddel de

comparatieve methode. Deze methoden worden in het volgende hoofdstuk verder uitgewerkt tot een waarderingsbenadering.

# 4 WAARDERINGSBENADERING

Het vorige hoofdstuk heeft laten zien welke waarderingsmethoden het meest geschikte zijn op basis van de kenmerken van flexibele kantoorruimte. In dit hoofdstuk wordt verder ingegaan op de benadering, door beantwoording van de vijfde deelvraag: *''Wat is de meest geschikte waarderingsbenadering voor de waardering van flexibele kantoorruimte?''*. Aanvullend is er aandacht voor de beantwoording van het tweede deel van de tweede deelvraag: *''Welke risico's kent flexibele kantoorruimte en in welke parameters worden de risico's verwerkt in de waardering?''*.

## 4.1 UITGANGSPUNTEN

De uitkomsten van de dataverzameling kunnen vertaald worden in een waarderingsbenadering. Hierin wordt gebruik gemaakt van aannames en uitgangspunten ten aanzien van de waardering.

Het tweede hoofdstuk heeft laten zien dat flexibele kantoorruimte als een operationeel geheel beschouwd kan worden dat bestaat uit twee componenten: het vastgoed en de services. In hoofdstuk drie is naar voren gekomen dat hier in de waardering ook als zodanig naar gekeken dient te worden (Dreisin et al., 2016; Green, 2015, JLL, 2018b; McAllister, 2002; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

Voor de waardering valt flexibele kantoorruimte op basis van haar kenmerken tussen twee waarderingsmethoden: de traditionele investeringsmethode waarbij inkomsten worden gedisconteerd of gekapitaliseerd en de exploitatiegebonden methode (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Waar het voor andere vormen van exploitatiegebonden vastgoed niet mogelijk is om een onderliggende waarde aan het vastgoed toe te kennen, is dat in het geval van flexibele kantoorruimte wel mogelijk. Er kan zowel een marktwaarde als operationeel geheel gegeven worden, als een onderliggende vastgoedwaarde berekend worden.

Het uitgangspunt van de waardering is dat er wordt gewaardeerd op basis van het huidige gebruik als flexibel kantoor en voor de financiering.

Het laatste uitgangspunt heeft betrekking op de positie van de eigenaar in de waarderingsbenadering. Er wordt van uitgegaan dat de eigenaar zelf operator is en daarmee recht heeft op alle inkomsten die voortvloeien uit het gebruik als flexibel kantoor.

## 4.2 BENADERING

De uitgangspunten zijn helder: de marktwaarde wordt gebaseerd op basis van het geheel van de business en het vastgoed, waarbij een onderliggende vastgoedwaarde wordt berekend. Op basis van hoofdstuk drie is geconcludeerd dat een split yield methode en de DCF-methode het meest geschikt voor zijn, waarbij een combinatie van beiden de waardering sterker maakt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

### 4.2.1 DCF-methode

De eerste stap in de waarderingsbenadering van flexibele kantoorruimte met de DCF-methode is vergelijkbaar met dat van andere typen vastgoed: het invoeren van de basisgegevens. Hieronder vallen economische variabelen, de disconteringsvoet en exit yield. In het kader van de relevantie voor de benadering, worden deze variabelen verder toegelicht onder hoofdstuk 4.3.

Het is nu de taak van de taxateur om een gestabiliseerd en genormaliseerde netto operationeel resultaat (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization (EBITDA)) te bepalen voor het

eerste jaar van de beschouwingsperiode. Vanaf dit moment doet zich het belangrijkste verschil in benadering voor ten opzichte van andere typen vastgoed. De inkomsten worden niet bepaald op huurinkomsten van bestaande huurcontracten, maar op basis van inkomsten uit services en bezettingsgraden. Er zijn twee soorten inkomsten, primaire services wat serviceovereenkomsten zijn voor de werkplekken en aanvullende services, zoals in hoofdstuk twee besproken. De kosten betreffen de operationele kosten waarbij rente, belastingen en afschrijvingen niet worden meegenomen.

Wanneer de genormaliseerde posten voor het eerste jaar bepaald zijn, worden deze automatisch geïndexeerd voor de overige jaren van de beschouwingsperiode. De DCF-methode maakt het mogelijk om complexe kasstromen te modelleren. Het is aan de taxateur om aannames te doen voor de overige jaren van de beschouwingsperiode ten aanzien van te verwachten bezettingsgraden, inkomsten uit services en de kostenkant.

Wat de DCF-methode verder uniek maakt is dat er een aanname gedaan wordt van de verwachte opbrengst aan het einde van de beschouwingsperiode. De verwachte huurinkomsten aan het einde van de beschouwingsperiode worden gedeeld door de exit-yield, wat de verwachte restwaarde vrij op naam oplevert. Hier worden kosten koper van afgetrokken, omdat dit het verwachte bedrag is dat daadwerkelijk ontvangen wordt door de eigenaar.

Het saldo van de kasstromen wordt contant gemaakt tegen de disconteringsvoet. De contante waarden van de kasstromen tellen bij elkaar op tot de som van de contante waarden, wat gelijkstaat aan de marktwaarde vrij op naam. Om tot de marktwaarde kosten koper te komen, worden de kosten koper van de som van de contante waarden afgetrokken.

Een laatste controle die wordt uitgevoerd is het berekenen van de netto yield die wordt gerealiseerd bij de berekende marktwaarde. Het netto operationeel inkomen (EBITDA) in het eerste jaar wordt gedeeld door de berekende marktwaarde. De uitkomst wordt vervolgens vergeleken met referentietransacties, hoewel nu nog in beperkte mate aanwezig. Wanneer dit niet in lijn met elkaar is dan is dit voor de taxateur een *red flag* om de waardering en de referentietransacties verder te controleren.

### 4.2.2 Split yield methode

De eerste stap van de waarderingsbenadering op basis van de split yield methode is het bepalen van het netto operationeel inkomen. Hierbij dienen de exploitatiegegevens van de drie meest recente jaren geraadpleegd te worden, indien aanwezig. Vervolgens is het aan de taxateur om te bepalen wat het genormaliseerde en gestabiliseerde netto operationeel inkomen is. In het geval dat de gegevens niet aanwezig zijn, worden aannames gedaan om zo tot een genormaliseerd netto operationeel resultaat te komen.

De volgende stap wanneer het netto operationeel inkomen is bepaald, omvat het alloceren van inkomsten. De split-yield methode maakt het mogelijk om een onderscheid te maken in de inkomsten naar risicoprofiel. Op basis van deze methode is niet fair om alle inkomsten uit flexibele kantoorruimte te behandelen alsof deze de verdienste zijn van de flexibiliteit en de services die worden geboden. Het kantoor op zichzelf zonder de services zou namelijk ook inkomsten genereren, in de vorm van huurinkomsten tegen de geldende markthuur. Een van de uitgangspunten is ook dat er een onderliggende vastgoedwaarde berekend wordt. Om hiertoe te komen, wordt de geldende markthuur als zijnde een conventioneel kantoor afgetrokken van het netto operationeel inkomen. Het resultaat van de uitkomst, het gedeelte van het operationele inkomen dat hoger is dan de markthuur, is direct toe te wijzen aan het gebruik als flexibel kantoor.

Door het alloceren van de inkomsten zijn twee lagen ontstaan: een base layer en een top tranche. Dit maakt het mogelijk om aan ieder van de inkomsten een aparte yield toe te kennen. De yield wordt door

de taxateur toegekend op basis van het risicoprofiel dat iedere laag inkomsten vertegenwoordigd. Financiers die flexibele kantoorruimte financieren voor de eigenaar vinden deze methode prettig, omdat in de waardering het verschil in risicoprofiel van de kasstromen wordt benadrukt.

Om tot de berekening van de marktwaarde te komen, worden de inkomsten uit de verschillende lagen door de betreffende yields gedeeld. De uitkomst wordt verminderd met kosten koper, waarna de marktwaarde van het flexibele kantoor resteert.

Net als bij de DCF-methode, wordt er een laatste controle uitgevoerd door het berekenen van de netto yield die wordt gerealiseerd bij de berekende marktwaarde. De uitkomst wordt vervolgens vergeleken met referentietransacties, hoewel nu nog slechts in beperkte mate aanwezig. Wanneer dit niet in lijn met elkaar is dan is dit voor de taxateur een aanwijzing om de waardering en de referentietransacties verder te controleren.

### 4.2.3 Waardebepaling

De waarderingsmethoden zullen niet exact dezelfde uitkomst hebben. Het is belangrijk om aan te geven hoe uiteindelijk de marktwaarde bepaald dient te worden. In algemene zin kunnen hier uitspraken over gedaan worden, maar dat is afhankelijk van de specifieke kenmerken van een opdracht.

In algemene zin kan gesteld worden dat op dit moment in de Nederlandse markt de DCF-methode leidend is in de waardering. Het belangrijkste argument voor deze keuze is dat er slechts beperkt referentietransacties aanwezig zijn. In de toekomst kan deze verhouding veranderen wanneer de markt volwassener is geworden.

Van welke verhouding ook sprake is, de taxateur zal de uitkomsten altijd met elkaar moeten verzoenen om tot een waarde te komen (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). Daarnaast worden beide methoden op hun specifieke kwaliteiten gebruikt, waardoor ze allebei voor waardevolle inzichten zorgen. Het DCF-model geeft inzicht in de volatiele kasstromen van flexibele kantoorruimte, waar de split-yield methode de verschillende risicoprofielen van de inkomstenstromen benadrukt. Zo wordt een volledig beeld van de prestatie van het vastgoed geschetst, wat bijdraagt aan de waardebepaling.

## 4.3 INPUT

De waarderingsbenadering en waarderingsmethoden zijn zo sterk als de gehanteerde inputvariabelen. In deze paragraaf wordt geadviseerd op welke wijze de inputvariabelen bepaald kunnen worden en hoe deze verantwoord kunnen worden.

### 4.3.1 DCF-methode

De basisgegevens voor de DCF-methode bestaan uit algemene economische variabelen en vastgoed specifieke variabelen.

De algemene economische variabelen zijn de inflatie (CPI), stijging van het prijsniveau van de services en exploitatiekostenstijging. Geadviseerd wordt om voor de inflatie het meest recente inflatiescenario van de NRVT te hanteren. De overige inputvariabelen dienen te volgen uit een marktanalyse waarin op ieder afzonderlijk onderdeel een toelichting wordt gegeven.

De markthuur dient te worden gebaseerd op referentietransacties met een onderbouwing voor de uiteindelijke markthuur.

De disconteringsvoet wordt opgebouwd door middel van de opslagmethode zoals ook wordt gehanteerd in het ROZ-model. Er wordt geadviseerd om de alle gebruikte opslagen te verantwoorden in een bijlage bij het taxatierapport. In aanvulling hierop wordt geadviseerd om een interne database

op te bouwen met disconteringsvoeten die worden gebruikt voor flexibele kantoorruimte. Dit kan bijdragen aan consequentere waarderingen.

Voor de bepaling van de exit yield wordt geadviseerd uit te gaan van de vuistregel waarbij er een procentpunt per jaar van de beschouwingsperiode bij het bruto aanvangsrendement wordt opgeteld. Op basis van onderzoek van Smeenk (2016) is er in de meeste gevallen geen aanleiding om van deze vuistregel af te wijken. Uit de interviews blijkt wel dat in de praktijk deze vuistregel niet altijd een juiste weergave geeft van de verwachte restwaarde. In het geval van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd voorzichtig te zijn met een exit yield lager dan een procentpunt per jaar boven het bruto aanvangsrendement. Dit advies komt voort uit de volatielere kasstromen en het feit dat flexibele kantoorruimte zich in Nederland nog niet over langere tijd bewezen heeft. Bij afwijken van de vuistregel wordt geadviseerd een toelichting in de bijlage op te nemen.

Voor de wettelijke transactiekosten wordt geadviseerd om de in de markt gebruikelijke zeven procent voor commercieel vastgoed aan te houden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De gegevens om tot het netto operationeel inkomen te komen dienen gebaseerd te zijn op exploitatiegegevens van de afgelopen drie jaar. Het gaat onder andere om de bezettingsgraden en exploitatiekosten. De gegevens dienen door de eigenaar verstrekt te worden aan de taxateur. Het is vervolgens aan de taxateur om een genormaliseerd en te verwachten inkomen te bepalen.

### 4.3.2 Split yield methode

De inputvariabelen van de DCF-methode en de split yield methode komen voor een deel overeen. Het netto operationeel inkomen dient op eenzelfde wijze bepaald te worden. Een normalisatie van de inkomsten is nodig om tot een realistische waardebepaling te komen.

De markthuur wordt ook op eenzelfde wijze bepaald als bij de DCF-methode, op basis van referentietransacties.

De yields zijn nieuw in de split yield methode en dienen bepaald te worden op basis van het risicoprofiel van de verschillende lagen inkomsten. De base layer zijn de inkomsten van het object op basis van de markthuur van een conventioneel kantoor. De yield van de base layer dient dan ook een marktconforme yield voor conventionele kantoorruimte te zijn. Er wordt geadviseerd een hogere yield aan te houden voor de top tranche. De yield dient toegekend te worden op basis van het risicoprofiel en referenties op dit mee te onderbouwen. In Nederland is de markt voor flexibele kantoorruimte nog niet volwassen en hebben zich nog een beperkt aantal transacties voorgedaan. Het ontbreken van voldoende referenties is een van de argumenten om de DCF-methode als leidende methode aan te houden in deze markt. Geadviseerd wordt om de toegekende yields voor de top tranche bij te houden in een interne database. Dit kan bijdragen aan de consequentie en de kwaliteit van toekomstige waarderingen.

### 4.3.3 Risicoverwerking

In het tweede hoofdstuk zijn de risico's die flexibele kantoorruimte met zich meebrengen beschreven. Hier wordt een vervolg aan gegeven in dit hoofdstuk, door een beschrijving van de verwerking van het risico in de waardering.

In de basis worden twee waarderingsmethoden gebruikt: de split-yield methode en de DCF-methode. De modellen hebben ieder hun unieke kwaliteiten waar gebruik van gemaakt wordt in de waardering. Dat zorgt er tevens voor dat het risico in andere indicatoren verwerkt wordt.

Voor de DCF-methode geldt dat de unieke kwaliteit van het model is dat complexe kasstromen gemodelleerd kunnen worden. Er wordt dan ook geadviseerd om het risico in de kasstromen zelf te

verwerken. In de markt wordt dit ook toegepast (W. de Geus, persoonlijke communicatie, 2019). De belangrijkste overige indicatoren om het risico in te verwerken zijn de disconteringsvoet en de exit-yield.

De split-yield methode is een impliciete methode en kent minder aannames en inputvariabelen. De belangrijkste indicator om het risico in te verwerken is de yield voor de verschillende lagen van inkomsten. In mindere mate kan het risico verwerkt worden in de bepaling van het verwachte en genormaliseerde netto operationeel inkomen. Verder kan er in de allocatie van de inkomsten door de bepaling van de markthuur een deel van het risico verwerkt worden. Er wordt geadviseerd zoveel mogelijk gebruik te maken van verwerking van het risico in de yield. De yield kan het beste gerelateerd worden aan de markt. Verder wordt hiermee ingespeeld op het advies om een interne database op te bouwen, wat in het hoofdstuk conclusies en aanbevelingen verder wordt toegelicht.

Het kwantificeren van risico valt buiten de scope van dit onderzoek, maar komt wel terug in het hoofdstuk conclusies en aanbevelingen.

## 4.4 Conclusie

In de waarderingsbenadering komen de fundamentele verschillen tussen het flexibele model en het conventionele model naar voren. In plaats van te waarderen op resterende huurtermijn, wordt gewaardeerd op bezettingsgraden en inkomsten uit services. In de benadering wordt het gestabiliseerde netto operationeel resultaat berekend. Voor de DCF-methode geldt dat de volatiele kasstromen over een beschouwingsperiode van tien jaar uit worden gezet en gedisconteerd. In de split yield methode wordt een yield toegekend op basis van risicoprofiel aan twee lagen van inkomsten, de base layer en de top tranche.

Er kan gesteld worden dat allebei de methoden op hun unieke kwaliteiten gebruikt worden. Het DCF-model geeft inzicht in de volatiele kasstromen van flexibele kantoorruimte, waar de split-yield methode de verschillende risicoprofielen van de inkomstenstromen benadrukt.

Om uiteindelijk tot een waarde te komen, dient de taxateur de uitkomsten van beide methoden met elkaar te verzoenen. Er wordt geadviseerd om de uitkomsten te controleren aan de hand van een net yield berekening, om de net yield vervolgens te vergelijken met de referentietransacties.

Op welke wijze het risico wordt verwerkt in de waardering is afhankelijk van de gehanteerde methode. In de DCF-methode wordt het risico verwerkt in de kasstromen, disconteringsvoet en exit yield. Voor de split yield methode geldt dat de belangrijkste indicatoren om het risico in te verwerken de yields voor de base layer en de top tranche zijn. In mindere mate kan het risico verwerkt worden in de allocatie van inkomsten.

# 5 WAARDERINGSMODEL

De informatie die is vergaard in eerdere hoofstukken kan uitgewerkt worden in een waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte. Er worden eerst voorwaarden opgesteld voor het model. Vervolgens wordt het waarderingsmodel gepresenteerd inclusief een toelichting per onderdeel. In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de zesde deelvraag: *''Wat is het meest geschikte waarderingsmodel voor de waardering van flexibele kantoorruimte?''*.

## 5.1 VOORWAARDEN

Voorgaande hoofdstukken hebben inzicht gegeven in het product flexibele kantoorruimte en de beschikbare waarderingsmethoden. Op basis van deze informatie kunnen voorwaarden opgesteld worden waar een waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte aan moet voldoen.

De eerste voorwaarde die bij het model hoort is dat er gebruik gemaakt wordt van een impliciete en een expliciete methode. Het onderzoek heeft aangetoond dat voor de expliciete methode de DCF-methode zich het beste leent voor de waardering van flexibele kantoorruimte. Ditzelfde geldt voor de split yield methode bij de impliciete methode. Deze methoden dienen dan ook opgenomen te worden in het model.

Een belangrijke tweede voorwaarde is dat het model is dat in het model rekening gehouden wordt met de specifieke kenmerken van flexibele kantoorruimte. Een van de fundamentele verschillen van het flexibele model en het conventionele model is het verdienmodel van flexibele aanbieders. Dit dient terug te komen in de modellen in de vorm van omzetbepaling op bezettingsgraden en inkomsten uit services.

Voor beide waarderingsmethoden in het model geldt dat er ter controle een net yield bij de berekende marktwaarde wordt berekend. De berekening van de net yield dient in het model opgenomen te worden. Voor de DCF-methode geldt dat een beschouwingsperiode van tien jaar aangehouden dient te worden.

De laatste voorwaarde is dat het model beschikt over de mogelijkheid om scenario- en gevoeligheidsanalyses uit te voeren.

## 5.2 MODEL

De voorwaarden hebben als uitgangspunt gediend bij de ontwikkeling van het waarderingsmodel voor de waardering van flexibele kantoorruimte. De werking van het model wordt per waarderingsmethode in het model toegelicht. Vooraf dient aangegeven te worden dat het waarderingsmodel dynamisch is en aanpassingen gedaan kunnen worden. Waarderen blijft maatwerk en te waarderen objecten kunnen ondanks eenzelfde functie sterk uiteenlopende kenmerken hebben. In dit hoofdstuk wordt geen aandacht besteed aan de input van het model, daar dit in hoofdstuk vier reeds besproken is. Ter indicatie zijn in alle voorbeelden van het model fictieve gegevens ingevuld die niet op waarheid berusten. Het doel van deze gegevens is om de werking van het model inzichtelijk te maken. In bijlage VIII wordt het volledige model getoond.

### 5.2.1 DCF-methode

In deze sub paragraaf wordt de DCF-methode uit het model gepresenteerd. Omwille van de leesbaarheid is een verkorte versie van de methode opgenomen, waarbij de jaren drie tot en met acht zijn verborgen.

Alle invulvelden hebben een lichtblauwe kleur. De velden zonder lichtblauwe aanduiding zijn somformules of worden automatisch ingevuld op basis van vooraf ingestelde formules. In de inleiding van de paragraaf is reeds aangegeven dat het een dynamisch model is. Wanneer de taxateur aanleiding heeft om een afwijkende kasstroom te verwachten, staat het de taxateur vrij af te wijken van vooraf ingestelde formules.

| Basisgegevens | | 1 | 2 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|
| Inflatie (CPI) | | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |
| Stijgings prijsniveau services | | 3,00% | 3,00% | 3,00% | 3,00% |
| Exploitatiekostenstijging | | 2,50% | 2,50% | 3,00% | 3,00% |
| | | | | | |
| Verhuurbare vloeroppervlakte (vvo) (in m2) | 3.200 | | | | |
| Markthuur per vierkante meter vvo | 400 | | | | |
| | | | | | |
| Kosten koper | 7,00% | | | | |
| | | | | | |
| Disconteringsvoet | 7,25% | | | | |
| Risicovrije rente (tien jaars staatsobligatie) | 0,50% | | | | |
| Categorie-risico | 4,00% | | | | |
| Object-risico | 2,75% | | | | |
| | | | | | |
| Initial yield (BAR) | 9,95% | | | | |
| Exit yield | 10,95% | | | | |

De basisgegevens hebben betrekking op economische variabelen, de kenmerken van het vastgoed, de disconteringsvoet en de exit yield. De gekozen inputvariabelen zijn gebaseerd op het ROZ-waarderingsmodel die ook in Taxatieleer Vastgoed 1 geadviseerd wordt (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). De verhuurbare vloeroppervlakte wordt in eerste instantie in het basisscenario niet gebruikt voor de waardering, maar hiermee wordt voorgesorteerd op de scenarioanalyse. De initial yield is output van de waardering, maar wordt gebruikt om de hoogte van de exit yield mee te bepalen.

| Werkplekken | | 1 | 2 | 9 | 10 |
|---|---|---|---|---|---|
| Aantal werkplekken | | 400 | 400 | 400 | 400 |
| Bezettingsgraad | | 90% | 85% | 82,5% | 85% |
| Aantal verhuurde werkplekken (per jaar) | | 4.320 | 4.080 | 3.960 | 4.080 |
| Gemiddelde prijs per werkplek (license) (per maand) | | € 450 | € 464 | € 570 | € 587 |

Het verdienmodel van flexibele kantoorruimte is gebaseerd op bezettingsgraden en de inkomsten uit services. In dat kader heeft de input in het model hier betrekking op. Het aantal beschikbare werkplekken zijn de werkplekken die aanwezig zijn in het object. De bezettingsgraad geeft weer welk percentage van de werkplekken per jaar gemiddeld bezet is. De prijs per werkplek is gebaseerd op de prijs van een serviceovereenkomst voor één werkplek per maand. Daar de prijs per werkplek gebaseerd is op maandelijkse prijzen, dient het aantal verhuurde werkplekken per jaar berekend te worden aan de hand van onderstaande berekening:

$$W_{pj} = (B * 12) * P_s \qquad [5.1]$$

Waarin:

$W_{pj}$ : aantal werkplekken per jaar
B : bezettingsgraad
$P_s$ : prijs per werkplek per maand

Deze constructie is gebruikelijk in volwassen markten en wordt ook vanuit de literatuur ondersteund (Dreisin et al., 2016; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019). Daarnaast is deze informatie gemakkelijk te baseren op marktinformatie, daar prijzen van werkplekken vaak per maand aangeboden worden. Dit maakt de gebruikte informatie inzichtelijker en tastbaarder voor de taxateur en de opdrachtgever.

| Omzet | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Primaire services | | € 1.944.000 | € 1.891.080 | € 2.257.384 | € 2.395.564 |
| Additionele services | | € 294.720 | € 303.562 | € 373.342 | € 384.543 |
| **Totaal omzet** | | **€ 2.238.720** | **€ 2.194.642** | **€ 2.630.727** | **€ 2.780.106** |

Het model wijkt op dit onderdeel het meeste af van de waardering van andere typen commercieel vastgoed. Waar normaliter gewaardeerd wordt op resterende huurtermijnen, wordt in dit model gewaardeerd op bezettingsgraden en inkomsten uit services. De primaire services omvatten de inkomsten die gegenereerd worden uit de verhuur van de werkplek zelf. De additionele services zijn alle overige inkomsten uit aanvullende services, waaronder *pay-as-you-go* services en gebruik van IT (Dreisin et al., 2016). Wederom geldt dat het model niet statisch is in de zin dat de inkomsten uit de services ook een andere indeling kunnen krijgen, afhankelijk van het type opdracht en wensen van opdrachtgevers. De primaire en additionele services tellen bij elkaar op tot de totale omzet ten behoeve van de berekening van het netto operationeel inkomen.

| Kosten | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vaste lasten | | | | | | | | | | | |
| | OZB | € | 32.500 | | € | 33.313 | | € | 40.771 | | € 41.994 |
| | Rioolbelasting | € | 1.255 | | € | 1.286 | | € | 1.574 | | € 1.622 |
| | Verzekeringen | € | 35.980 | | € | 36.880 | | € | 45.137 | | € 46.491 |
| | Erfpacht | € | 3.500 | | € | 3.588 | | € | 4.391 | | € 4.522 |
| | Overige vaste lasten | € | 2.750 | | € | 2.819 | | € | 3.450 | | € 3.553 |
| | Subtotaal vaste lasten | € | 75.985 | | € | 77.885 | | € | 95.323 | | € 98.183 |
| | | | | | | | | | | | |
| Onderhoudskosten | | | | | | | | | | | |
| | Onderhoudskosten | € | 87.000 | | € | 89.175 | | € | 109.142 | | € 112.416 |
| | Overige onderhoudskosten | € | 24.500 | | € | 25.113 | | € | 30.735 | | € 31.657 |
| | Subtotaal onderhoudskosten | € | 111.500 | | € | 114.288 | | € | 139.877 | | € 144.073 |
| | | | | | | | | | | | |
| Managementkosten | | | | | | | | | | | |
| | Sales en marketing | € | 170.000 | | € | 174.250 | | € | 213.265 | | € 219.663 |
| | Personeel | € | 130.000 | | € | 133.250 | | € | 163.085 | | € 167.978 |
| | Honoraria professionals | € | 95.000 | | € | 97.375 | | € | 119.178 | | € 122.753 |
| | IT | € | 127.560 | | € | 130.749 | | € | 160.024 | | € 164.825 |
| | Overige managementkosten | € | 120.000 | | € | 123.000 | | € | 150.540 | | € 155.056 |
| | Subtotaal managementkosten | € | 642.560 | | € | 658.624 | | € | 806.092 | | € 830.275 |
| | | | | | | | | | | | |
| **Totaal kosten** | | **€** | **830.045** | | **€** | **850.796** | | **€** | **1.041.292** | | **€ 1.072.531** |

Het netto operationeel inkomen wordt berekend door de kosten in mindering te brengen op de omzet. De kosten in het model zijn gebaseerd op het ROZ-model voor de gebruikelijke kosten en marktinformatie voor de kosten voor het aanbieden van flexibele kantoorruimte.

De vaste lasten en de onderhoudskosten zijn posten die van het ROZ-model zijn overgenomen. De kosten die het verhuren als een flexibel kantoor voor de eigenaar met zich meebrengen, zijn gebaseerd op informatie uit de markt. Het gaat hier om JLL (2018b), Dreisin et al. (2016) en Andrew Skinner van Savills UK (persoonlijke communicatie, 2019). De kostenposten hebben betrekking op commerciële kosten, de kosten voor de inzet van personeel om de services te verlenen, IT en fees voor professionals.

| | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Earnings before interest and taxes (EBITDA) | | € | 1.408.675 | | € | 1.343.845 | | € | 1.589.434 | | € 1.707.575 |

Het netto operationeel inkomen wordt in het model berekend door de omzet te verminderen met de kosten middels een automatische formule.

| Restwaarde | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Inkomsten eind jaar 10 | | | | | | | | | | | € 2.863.510 |
| Exit yield | | | | | | | | | | | 10,95% |
| Restwaarde v.o.n. | | | | | | | | | | | € 26.150.772 |
| Kosten koper (7%) | | | | | | | | | | | € 1.710.798 |
| Restwaarde k.k. | | | | | | | | | | | € 24.439.974 |

De restwaarde wordt automatisch berekend door middel van de exit yield die in de basisgegevens is ingevoerd. De inkomsten aan het einde van jaar tien worden berekend door de inkomsten aan het begin van jaar tien te vermeerderen met de omzetstijging van jaar tien. De inkomsten bestaan uit de inkomsten uit primaire en aanvullende services. De inkomsten aan het einde van jaar tien worden gedeeld door de exit yield, wat resulteert in de restwaarde vrij op naam. De exit yield kan gezien worden als het bruto aanvangsrendement van de toekomstige koper. Het bruto aanvangsrendement berekent voor de toekomstige koper zijn maximale investering, dit is inclusief de wettelijke transactiekosten. De eigenaar in de waardering ontvangt aan het einde van de looptijd dus niet de restwaarde vrij op naam, maar de restwaarde koster koper.

| Cashflows | | 1 | | 2 | | 9 | | 10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo | | € 1.408.675 | | € 1.343.845 | | € 1.589.434 | | € 26.147.549 |
| Contante waarde | | € 1.313.450 | | € 1.168.301 | | € 846.578 | | € 12.985.479 |

Het saldo van de kasstromen wordt in het model bepaald door het netto operationeel inkomen te vermeerderen met de restwaarde. Vervolgens vindt er een contante waardeberekening van de kasstromen plaats, door middel van formule 3.7 uit hoofdstuk drie.

| Waardering | | |
|---|---|---|
| Som van de contante waarden (v.o.n.) | € | 22.507.318 |
| Kosten koper (7%) | € | 1.472.441 |
| Waarde k.k. | € | 21.034.876 |
| | | |
| **Afgerond** | **€** | **21.035.000** |

De som van de contante waarde leidt tot de marktwaarde vrij op naam. Om tot de marktwaarde te komen, worden door middel van een automatische formule de wettelijke transactiekosten in mindering gebracht op de marktwaarde vrij op naam. De marktwaarde kosten koper wordt afgerond op duizendtallen, om de schijn van exacte wetenschap te voorkomen.

| Berekening net yield | | |
|---|---|---|
| EBITDA jaar 1 | € | 1.408.675 |
| Berekende waarde (k.k.) | € | 21.034.876 |
| Net yield | | 6,7% |

In de benadering is beschreven dat een net yield als controlemiddel wordt gebruikt om de marktconformiteit van de berekende waarde te controleren. Om deze reden is de net yield berekening als standaard opgenomen in het model en wordt deze berekend door middel van een automatische formule.

### 5.2.2 Split yield methode

In deze sub paragraaf wordt de split yield methode uit het model gepresenteerd. Alle invulvelden in het model hebben een lichtblauwe kleur. De velden zonder lichtblauwe aanduiding zijn somformules of worden automatisch ingevuld op basis van vooraf ingestelde formules.

| Basisgegevens | | |
|---|---|---|
| Vastgoed | | |
| | Verhuurbare vloeroppervlakte (vvo) (in m2) | 3.200 |
| | Markthuur per vierkante meter vvo | € 400 |
| | Kosten koper | 7,00% |
| | | |
| Exploitatie | | |
| | Aantal werkplekken | 400 |
| | Bezettingsgraad | 90% |
| | Aantal verhuurde werkplekken (per jaar) | 4.320 |
| | Gemiddelde prijs per werkplek (license) (per maand) | € 450 |
| | | |
| Yields | | |
| | Yield base layer | 6,00% |
| | Yield top tranche | 11,00% |

Gezien de specifieke kenmerken van de DCF-methode en de split yield methode bestaan er verschillen tussen de benodigde basisgegevens en de functie van de gegevens. De verhuurbare vloeroppervlakte en de markthuur zijn in het geval van de split yield nodig om de base layer te bepalen. De benodigde gegevens voor het bepalen van de omzet zijn wel vergelijkbaar. De formule om het aantal verhuurde werkplekken per jaar te bepalen komt overeen met de formule zoals beschreven bij de DCF-methode. In de split yield methode worden verschillende yields toegekend aan de verschillende tranches van inkomsten. Wederom geldt dat waarderen maatwerk is en het model een dynamisch model is. Wanneer de taxateur aanleiding heeft om af te wijken van de in te voeren basisgegevens van het model in huidige staat, kunnen aanpassingen doorgevoerd worden. Onderbouwing van de kunnen in het taxatierapport aangegeven worden.

| Omzet | | |
|---|---|---|
| Primaire services | | € 1.944.000 |
| Additionele services | | € 294.720 |
| **Totaal omzet** | | **€ 2.238.720** |

De berekening van de totale omzet komt overeen met de berekening van de totale omzet in de DCF-methode.

| Kosten | | |
|---|---|---|
| Vaste lasten | | |
| | OZB | € 32.500 |
| | Rioolbelasting | € 1.255 |
| | Verzekeringen | € 35.980 |
| | Erfpacht | € 3.500 |
| | Overige vaste lasten | € 2.750 |
| | Subtotaal vaste lasten | € 75.985 |
| | | |
| Onderhoudskosten | | |
| | Onderhoudskosten | € 87.000 |
| | Overige onderhoudskosten | € 24.500 |
| | Subtotaal onderhoudskosten | € 111.500 |
| | | |
| Managementkosten | | |
| | Sales en marketing | € 170.000 |
| | Personeel | € 130.000 |
| | Honoraria professionals | € 95.000 |
| | IT | € 127.560 |
| | Overige managementkosten | € 120.000 |
| | Subtotaal managementkosten | € 642.560 |
| | | |
| **Totaal kosten** | | **€ 830.045** |

De berekening van de totale kosten komt overeen met de berekening van de totale kosten in de DCF-methode.

| Earnings Before Interest and Taxes (EBITDA) | | € 1.408.675 |
|---|---|---|

De berekening van het netto operationele inkomen komt overeen met de berekening van het netto operationeel inkomen in de DCF-methode.

| Waardering | | Allocatie | | Yield | | Waarde v.o.n. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Base layer | | € 1.280.000 | | 6,00% | | € 21.333.333 |
| Top tranche | | € 128.675 | | 11,00% | | € 1.169.773 |
| | | | | | | |
| Totaal EBITDA voor berekening | | € 1.408.675 | Gewogen yield | 6,46% | Waarde v.o.n. | € 22.503.106 |
| | | | | | Kosten koper (k.k.) | € 1.472.166 |
| | | | | | Waarde k.k. | € 21.030.940 |
| | | | | | | |
| | | | | | **Afgrond** | **€ 21.031.000** |
| | | | | | | |
| | | | | | Berekening net yield | |
| | | | | | EBITDA jaar 1 | € 1.408.675 |
| | | | | | Berekende waarde (k.k.) | € 21.030.940 |
| | | | | | Net yield | 6,7% |

In de benadering in hoofdstuk vier is beschreven hoe de base layer en de top tranche zijn opgebouwd. De berekeningen voor de waardering zijn automatische formules. Er is tevens een gewogen yield berekening toegevoegd die twee functies heeft. Enerzijds geeft het de taxateur meer inzicht in de yield die wordt toegepast op het flexibele kantoor als operationeel geheel. Anderzijds wordt voorgesorteerd op een interne database, waarin dergelijke indicatoren opgenomen kunnen worden. In het hoofdstuk conclusies en aanbevelingen wordt hier verdere toelichting op gegeven.

In de benadering is beschreven dat een net yield als controlemiddel wordt gebruikt om de marktconformiteit van de berekende waarde te controleren. Om deze reden is de net yield berekening als standaard opgenomen in het model en wordt deze berekend door middel van een automatische formule.

### 5.2.3 Gevoeligheids- en scenarioanalyse

In het model zijn gevoeligheids- en scenarioanalyses toegevoegd die de taxateur ondersteunen om de waarde te duiden.

Een scenarioanalyse en een gevoeligheidsanalyse kunnen in de praktijk dicht bij elkaar liggen. Gebruikelijk is om bij de scenarioanalyse het huidige gebruik als scenario op te nemen, evenals een scenario waarbij een alternatieve aanwending wordt doorgerekend. De hoogste van de waardes is de marktwaarde van het object (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013). In het geval van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd om het scenario op basis van huidig gebruik als flexibel kantoor en het scenario als conventioneel kantoor door te rekenen.

Een gevoeligheidsanalyse is vergelijkbaar met een scenarioanalyse, maar kent toch enkele verschillen. Bij een gevoeligheidsanalyse laat de taxateur zien in hoeverre de uitkomst afhangt van één parameter wanneer alle andere parameters gelijk blijven (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Er wordt geadviseerd deze vorm van analyse toe te passen op het verwachte inkomen, door de bezettingsgraad en de prijs per werkplek te laten variëren (A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

Een gevoeligheidsanalyse kan de taxateur helpen om de waarde te duiden maar is niet meer dan een bruikbare aanvulling op een waardering (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

Er is in dit rapport al vaker aangegeven dat waarderingen maatwerk zijn en onder andere afhankelijk van de specifieke kenmerken van een object en wensen van de opdrachtgever. Voor deze analyses geldt dat ze ook op andere manieren uitgevoerd kunnen worden. Voor de scenarioanalyse is gebaseerd op de literatuur van Van Arnhem, Berkhout en Ten Have (2013). Bij de gevoeligheidsanalyse is de input voornamelijk afkomstig uit de interviews. De keuze voor de standaard uitvoering van de analyses zijn hiermee onderbouwd, maar het staat de taxateur vrij om andere analyses uit te voeren.

## 5.3 Conclusie

Er zijn voorwaarden opgesteld voor de ontwikkeling van een waarderingsmodel voor de waardering van flexibele kantoorruimte, waarbij de informatie uit de literatuur en de interviews gebruikt is. Het model voldoet aan alle gestelde voorwaarden.

Het ontwikkelde waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte kent enkele belangrijke verschillen ten opzichte van bestaande waarderingsmodellen. Het belangrijkste verschil is dat het verdienmodel dat flexibele kantoorruimte kenmerkt opgenomen is in het waarderingsmodel. Het verdienmodel is gebaseerd op bezettingsgraden en services, waar bij de waardering van het conventionele model voornamelijk gekeken wordt naar resterende huurtermijnen. Dit verschil draagt er onder andere aan bij dat het ontwikkelde model het meest geschikt is voor de waardering van flexibele kantoorruimte.

Het waarderen van vastgoed blijft maatwerk en te waarderen objecten kunnen ondanks eenzelfde functie uiteenlopende kenmerken hebben. Het waarderingsmodel kan dan ook als een dynamisch model beschreven worden dat aangepast kan worden, afhankelijk van de relevantie van andere input. Dit is aan het oordeel van de taxateur om af te wijken van voorgestelde inputvariabelen.

# 6 IMPLEMENTATIE

Om de ontwikkelde waarderingsbenadering op een efficiënte manier in gebruik te nemen, wordt het proces van implementatie beschreven. De beschrijving vindt plaats aan de hand van het TGKIO-model dat in 1984 door Twynstra Gudde is ontwikkeld (Norg, 2008). Dit hoofdstuk is een bondige beschrijving van het implementatieproces. Voor een uitgebreide versie van het document wordt verwezen naar bijlage VII.

### TGKIO-model

Het TGKIO-model is een model dat wordt gebruikt voor het beheersen van belangrijke aspecten in het projectmanagement. Het model kent verschillende verschijningsvormen waarbij het acroniem van het model verandert. Enkele varianten luisteren naar de naam GOTIK, GO-KIT, TOKIG of IOGTK (Norg, 2008).

De letters van het model staan voor Tijd (T), Geld (G), Kwaliteit (K), Informatie (I) en Organisatie (O). Per onderdeel van het model wordt een toelichting gegeven over de toepassing binnen het project (Twynstra Gudde, z.j.).

### Tijd

De factor tijd in het model omvat alle tijdsaspecten die met het project te maken hebben. Normaliter wordt hiermee de tijd bedoeld zelf kost en de tijd om het project te initiëren, voor te bereiden, uit te voeren en de tijd die noodzakelijk is voor de nazorg (Twynstra Gudde, z.j.). Met betrekking tot de implementatie van dit project zijn de eerste twee fasen al doorlopen.

De uitvoering van het project betreft het integreren van de waarderingsbenadering in de huidige werkwijze bij het waarderen van flexibele kantoorruimte.

Het proces vanaf de uitvoering wordt gefaseerd doorlopen. De verschillende fases worden weergegeven in figuur 6.1.

*Figuur 6.1: Proces uitvoering implementatie*

Op de invulling van verschillende fasen van het uitvoeringsproces wordt verder ingegaan onder de andere onderdelen. De planning van uitvoeringsproces start op 25 juni 2019. Dit is het moment dat de waarderingsbenadering definitief is. Er breekt dan een testfase aan die tien weken in beslag neemt, tot en met 2 september 2019. Deze termijn is bepaald op basis van onder meer de gemiddelde doorlooptijd van taxaties en het aantal taxaties dat geschikt is voor deze benadering.

Tijdens de testfase start een groep van vijf personen met het werken met de waarderingsbenadering. De groep bestaat uit één leidinggevende en vier taxateurs. Het doel van de testfase is om de praktische problemen te signaleren en door optimalisaties te verhelpen. De testgroep komt wekelijks bijeen om de voortgang te bespreken in een zestig minuten durende vergadering.

Wanneer de testfase succesvol is afgerond, wordt gestart met de uitrol van het project op de hele taxatieafdeling. Voor de uitrol wordt eveneens tien weken uitgetrokken, om iedereen uitgebreid kennis te laten maken met de benadering. Onderdeel van de uitrolfase is een voorlichting voor de hele afdeling van een half dagdeel, wat gelijkstaat aan honderdtwintig minuten. De testgroep heeft in deze fase een

andere rol gekregen, wat onder Kwaliteit verder wordt toegelicht. De testgroep komt in deze fase nog drie keer bijeen in een zestig minuten durende vergadering. Deze fase eindigt op 11 november 2019.

Het in stand houden van de waarderingsbenadering is een doorlopend proces dat start op 12 november 2019.

*Tabel 6.1 Overzicht gevraagde capaciteit*

| Fase | Functie | Gevraagde capaciteit (in uren) |
|---|---|---|
| Testfase | Leidinggevende | 10 |
| | Taxateur | 40 |
| Uitrolfase | Leidinggevende | 7 |
| | Taxateur | 52 |
| In stand houden | Leidinggevende | Niet bekend |
| | Taxateur | Niet bekend |

### Geld

De factor tijd beschrijft de benodigde financiële middelen om het project mee te financieren (Twynstra Gudde, z.j.).

Het onderzoek is door een interne onderzoeker uitgevoerd en heeft vier maanden geduurd, wat neerkomt op totale som van €1.920 bruto.

De overige fasen van de implementatie betreffen tevens interne activiteiten, waar geen uitgaven voor hoeven gedaan te worden. Er worden wel kosten gemaakt, voornamelijk voor de capaciteit die wordt gevraagd van het personeel van de taxatieafdeling.

De gevraagde capaciteit in uren is reeds in tabel 6.1 getoond. In tabel 6.2 is de tabel verrijkt met een indicatie van de kosten, gebaseerd op bruto uurlonen van de werknemers van de taxatieafdeling.

*Tabel 6.2 Overzicht kosten*

| Fase | Functie | Gevraagde capaciteit (in uren) | Bruto gemiddeld uurloon | Totaal |
|---|---|---|---|---|
| Testfase | Leidinggevende | 10 | € 37,50 | € 375,00 |
| | Taxateur | 40 | € 18,75 | € 750,00 |
| Uitrolfase | Leidinggevende | 7 | € 37,50 | € 262,50 |
| | Taxateur | 52 | € 18,75 | € 975,00 |
| In stand houden | Leidinggevende | Niet bekend | € 37,50 | € - |
| | Taxateur | Niet bekend | € 18,75 | € - |
| Totaal | | | | € 2.362,50 |

Het totaal aan kosten komt hiermee op de som van €1.920 en €2.362.50, wat neerkomt op een totaalsom van €4.282,50 aan brutoloonkosten.

Waar aan de kostenkant bij benadering uitspraken gedaan kunnen worden over de verwachte kosten, is dat aan de opbrengstenkant ingewikkelder. Ondanks dat de dienstverlening richting opdrachtgevers verbetert, is in dit stadium niet te voorspellen of dit tot meer omzet leidt.

### Kwaliteit

De kwaliteit van de implementatie heeft betrekking op het beoogde eindresultaat en op de wijze hoe het eindresultaat tot stand komt (Twynstra Gudde, z.j.).

Een onderdeel van de waarderingsbenadering is het waarderingsmodel, wat een Excel-document is. Excel-documenten in het algemeen zijn gevoelig voor menselijke fouten. Dit geldt zeker binnen de context van dit onderzoek, waarbij er sprake is van waarderingen. Waarderingen zijn in veel gevallen maatwerk, waarbij er aanpassingen aan het standaardmodel gedaan moeten worden. Dit kan voortkomen uit specifieke vragen van de opdrachtgever, maar ook wanneer het vastgoed afwijkende kenmerken heeft.

Het proces van implementatie is eerder beschreven onder Tijd. In dit deel van de bijlage wordt verder ingegaan op de maatregelen die worden genomen om de kwaliteit te borgen.

De eerste fase is de testfase, die als doel heeft om praktische problemen bloot te leggen en te verhelpen. Dit is tevens een wijze om de kwaliteit van de voorlichting in de volgende fase (uitrol) te borgen. Het is dan mogelijk om een betere voorlichting te geven. Verder zijn er dan taxateurs aanwezig bij de voorlichting die al ervaring hebben, waardoor vragen tijdens de voorlichting beter beantwoord kunnen worden.

De selecte groep van de testcase bestaat uit vier taxateurs en één leidinggevende. Om de kwaliteit van de uitrol te borgen, worden alle taxateurs uit de testfase *super-users.* De *super-users* zijn de enige gebruikers van het model en alleen zij mogen aanpassingen doen aan het model. Daarnaast krijgen zij de taak om waarderingen van flexibele kantoorruimte altijd te accorderen, voor deze naar de klant verstuurd worden. Op deze wijze wordt het vier-ogen principe toegepast en wordt de kwaliteit van de uitrol gewaarborgd.

Er zijn vier *super-users* en zestien taxateurs, wat een verhouding van één staat tot vier inhoudt. Tijdens de fase van in stand houding kan deze verhouding versoepeld worden, maar blijft het vier-ogen principe van toepassing. Tijdens deze fase is de verhouding één *super-user* staat tot vijf taxateurs.

Taxateurs mogen in deze fase zelf de aanpassingen aan het model doen, maar de opdrachten worden nog steeds gecontroleerd door één van de *super-users*.

### Informatie

De informatie binnen het project van implementatie omvat onder andere de aanwezigheid van informatie, de informatievraag en de omgang met de informatie (Twynstra Gudde, z.j.).

De informatie die aanwezig is bij de start van de implementatie is de inhoud van deze scriptie. De inhoud van de scriptie kan als onderlegger gezien worden voor het proces van implementatie, maar dient op punten nog verder uitgewerkt te worden. Dit kan omschreven worden als de informatievraag tijdens het implementatieproces. De informatie die geproduceerd moet worden tijdens de implementatie omvatten optimalisaties aan het model en de verwerking tot een type handleiding voor gebruikers. De overige vorm van informatie waar nog aandacht aan besteed dient te worden is een voorlichting waar eerder naar gerefereerd is.

Het vrijgeven van informatie gebeurt in eerste instantie alleen door de leidinggevende van de groep die deelneemt aan de testcase. Vanaf het moment dat de groep taxateurs uit de testcase *super-users* worden, krijgen zij ook deze bevoegdheid.

Het wijzigingsproces is reeds beschreven en de bevoegdheid om te wijzigingen behoort slechts toe aan de leidinggevende van de testcase en de *super-users*.

### Organisatie

De organisatie is verdeeld over voorgaande beschrijvingen reeds voor een deel beschreven. In dit onderdeel wordt specifiek aandacht besteed aan de verantwoordelijkheden (Twynstra Gudde, z.j.).

De opdrachtgever tijdens de implementatie is Savills Consultancy B.V., wat ook de opdrachtgever is geweest van deze scriptie.

Tijdens de testfase wordt een projectleider aangesteld, wat een van de leidinggevende van de taxatieafdeling is. De projectleider heeft in de basis vooral coördinerende en registrerende taken, maar is uiteindelijk ook beslissingsbevoegd. Tegelijkertijd is de projectleider ook eindverantwoordelijke en heeft daarmee een resultaatverplichting.

Het risico van deze vorm van leidinggegeven is dat er een organisatie binnen een organisatie ontstaat. Gezien de aard van dit project is dat niet aannemelijk, daar het project op kleine schaal wordt uitgevoerd en belangenverstrengeling niet aannemelijk wordt geacht.

Tijdens de uitrolfase hebben *super-users* een eerste verantwoordelijk: het aanbrengen van wijzigingen aan het waarderingsmodel. De *super-users* krijgen daarnaast de verantwoordelijkheid om alle opdrachten met betrekking tot de waardering van flexibele kantoorruimte die worden verstuurd te controleren. Hiermee zijn zij verantwoordelijk voor de kwaliteit van opdracht richting de klant.

Vergaderingen vinden tijdens de testfase plaats op wekelijkse basis met een duur van circa zestig minuten. Tijdens de uitrolfase en de in stand houding vinden er geen specifieke vergaderingen meer plaats, maar wordt het onderdeel van het teamoverleg dat iedere week op maandag plaatsvindt.

# CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Het onderzoek heeft door het beantwoorden van de deelvragen de input geleverd voor beantwoording van de centrale vraag van het hoofdstuk. Naar aanleiding van constateringen gedurende het onderzoek, kunnen meerdere aanbevelingen gedaan worden. De conclusies en aanbevelingen wordt afzonderlijk van elkaar in dit hoofdstuk toegelicht.

## CONCLUSIES

Voor de beantwoording van de eerste deelvraag is een nieuwe definitie ontwikkeld die bruikbaar is voor het onderzoek.

> *''Er is sprake van flexibele kantoorruimte op het moment dat inkomsten uit zowel de verhuur van werkplekken als services gegenereerd worden, de contracten flexibel van aard zijn en het verdienmodel gebaseerd is op bezettingsgraden.''*

Het belangrijkste verschil tussen de bestaande definities en de ontwikkelde definitie is dat het verdienmodel is opgenomen in de definitie. Het verdienmodel is tevens een van de fundamentele verschillen van het flexibele model ten opzichte van het conventionele model voor de verhuur van kantoorruimte. De flexibele aanbieder heeft toegang tot alternatieve inkomsten in de vorm van de verhuur van services.

De gebruiker van flexibele kantoorruimte heeft inmiddels de keuze uit een breed aanbod. Voor de waardering zijn er echter maar twee varianten: eigenaar – operator – flex en eigenaar – flex. In de eerste variant is de operator risicodrager en ligt er een huurovereenkomst tussen de operator en de eigenaar. In het onderzoek heeft de tweede variant centraal gestaan, waarbij de eigenaar recht heeft op de inkomsten die worden gegenereerd uit flexibele verhuur.

De conclusie van de tweede deelvraag is dat de risico van flexibele kantoorruimte voornamelijk zit in de volatiele kasstromen. De onderliggende waarde van het vastgoed reageert daarnaast ook meer op veranderende marktomstandigheden. Naast veranderende marktomstandigheden hebben andere factoren ook directere impact op de waarde van het vastgoed. De prestatie van het vastgoed is net als bij hotels sterk afhankelijk van de kwaliteit van het management. Op welke wijze het risico wordt verwerkt in de waardering is afhankelijk van de gehanteerde methode. In de DCF-methode wordt het risico verwerkt in de kasstromen, disconteringsvoet en exit yield. Voor de split yield methode geldt dat de belangrijkste indicatoren om het risico in te verwerken de yields voor de base layer en de top tranche zijn. In mindere mate kan het risico verwerkt worden in de allocatie van inkomsten.

In de beantwoording van de derde deelvraag zijn de beschikbare waarderingsmethoden onderzocht. Van alle onderzochte methoden lenen de volgende methoden zich het beste voor de waardering van flexibele kantoorruimte: de kapitalisatiemethode in de vorm van een split yield methode en de DCF-methode, waarbij de comparatieve methode als controlemethode wordt gebruikt.

Dit zijn tevens de methoden die vanuit de regelgeving voorgeschreven worden. De voorschriften vanuit de regelgeving stonden centraal in de vierde deelvraag. Er bestaat een discrepantie tussen de aanbevolen te hanteren waarderingsmethoden en de waarderingsmethoden die in de praktijk worden toegepast. Waar aanbevolen wordt om de BAR-methode niet als leidende methode te hanteren, is dit in de praktijk wel gebruikelijk.

De vijfde deelvraag gaat verder in op het gebruik van de meest geschikte methoden uit de derde deelvraag. Daartoe zijn te hanteren uitgangspunten bij de waardering opgesteld. De

waarderingsbenadering gaat uit van huidige gebruik als flexibel kantoor, waarbij de operator eigenaar is van het object.

Het verdienmodel van flexibele kantoorruimte is fundamenteel anders dan het verdienmodel van conventionele kantoorruimte, wat terugkomt in de waarderingsbenadering. In plaats van te waarderen op resterende huurtermijn, wordt gewaardeerd op basis van bezettingsgraden en inkomsten uit services. In de benadering wordt het gestabiliseerde netto operationeel resultaat berekend. Voor de DCF-methode geldt dat de volatiele kasstromen over een beschouwingsperiode van tien jaar uit worden gezet en gedisconteerd. In de split yield methode wordt een yield toegekend op basis van risicoprofiel aan twee lagen van inkomsten, de base layer en de top tranche.

In algemene zin kan gesteld worden dat op dit moment in de Nederlandse markt de DCF-methode leidend is in de waardering. Het belangrijkste argument voor deze keuze is dat er slechts beperkt referentietransacties aanwezig zijn. In de toekomst kan deze verhouding veranderen wanneer de markt volwassener is geworden. Er kan gesteld worden dat allebei de methoden op hun unieke kwaliteiten gebruikt worden. Het DCF-model geeft inzicht in de volatiele kasstromen van flexibele kantoorruimte, waar de split-yield methode de verschillende risicoprofielen van de inkomstenstromen benadrukt.

Om uiteindelijk tot een waarde te komen, dient de taxateur de uitkomsten van beide methoden met elkaar te verzoenen. Er wordt geadviseerd om de uitkomsten te controleren aan de hand van een net yield berekening, om de net yield vervolgens te vergelijken met de referentietransacties.

De voorgaande deelvragen hebben inzicht gegeven in flexibele kantoorruimte en hoe hiermee om te gaan in de waardering. Dit heeft het mogelijk gemaakt om voorwaarden op te stellen voor een waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte. Met het ontwikkelen van een model specifiek ingericht voor de waardering van flexibele kantoorruimte is de zesde deelvraag beantwoord.

Het ontwikkelde waarderingsmodel voor flexibele kantoorruimte kent enkele belangrijke verschillen ten opzichte van bestaande waarderingsmodellen. Het belangrijkste verschil is dat het verdienmodel dat flexibele kantoorruimte kenmerkt opgenomen is in het waarderingsmodel. In het model zijn verder gevoeligheids- en scenarioanalyses toegevoegd die de taxateur ondersteunen om de waarde te duiden. In het geval van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd om het scenario op basis van huidig gebruik als flexibel kantoor en het scenario als conventioneel kantoor door te rekenen. Er wordt geadviseerd deze een gevoeligheidsanalyse toe te passen op het verwachte inkomen, door de bezettingsgraad en de prijs per werkplek te laten variëren (A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

Het waarderen van vastgoed blijft maatwerk en te waarderen objecten kunnen ondanks eenzelfde functie uiteenlopende kenmerken hebben. Het waarderingsmodel kan dan ook als een dynamisch model beschreven worden dat aangepast kan worden, afhankelijk van de relevantie van andere input.

Alle deelvragen hebben bijgedragen aan de beantwoording van de centrale vraag. Voor de volledigheid wordt de centrale vraag hierbij herhaald: *''Welke waarderingsmethode is het meest geschikt om de marktwaarde van flexibele kantoorruimte te bepalen en op welke wijze dienen parameters bepaald te worden?''*

Flexibele kantoorruimte valt op basis van haar kenmerken tussen twee waarderingsmethoden: de traditionele investeringsmethode waarbij inkomsten worden gedisconteerd of gekapitaliseerd en de exploitatiegebonden methode (Dreisin et al., 2016; JLL, 2018b; A. Skinner, persoonlijke communicatie, 2019).

De invloeden van de methode voor exploitatiegebonden vastgoed komen tot uiting in het feit dat de inkomsten gegenereerd uit diensten mee worden genomen in de marktwaarde. Er wordt gewaardeerd

op basis van bezettingsgraden en inkomsten uit services, in plaats van resterende huurtermijnen wat bij conventionele kantoorruimte gebruikelijk is.

De methoden die zich hier het beste voor lenen zijn de DCF-methode en de split yield methode, met de comparatieve methode als controlemethode.

De methoden zijn zo sterk als de gehanteerde inputvariabelen. De algemene economische variabelen uit het DCF-model dienen te volgen uit een marktanalyse van de taxateur, waarin op ieder afzonderlijk onderdeel een toelichting wordt gegeven.

De markthuur dient te worden gebaseerd op referentietransacties met een onderbouwing voor de uiteindelijke markthuur.

De disconteringsvoet wordt opgebouwd door middel van de opslagmethode zoals ook wordt gehanteerd in het ROZ-model.

Voor de bepaling van de exit yield wordt geadviseerd uit te gaan van de vuistregel waarbij er een procentpunt per jaar van de beschouwingsperiode bij het bruto aanvangsrendement wordt opgeteld. Op basis van onderzoek van Smeenk (2016) is er in de meeste gevallen geen aanleiding om van deze vuistregel af te wijken. In het geval van flexibele kantoorruimte wordt geadviseerd voorzichtig te zijn met een exit yield lager dan een procentpunt per jaar boven het bruto aanvangsrendement. Dit advies komt voort uit de volatielere kasstromen en het feit dat flexibele kantoorruimte zich in Nederland nog niet over langere tijd bewezen heeft.

Voor de wettelijke transactiekosten wordt geadviseerd om de in de markt gebruikelijke zeven procent voor commercieel vastgoed aan te houden (Van Arnhem, Berkhout & Ten Have, 2013).

De gegevens om tot het netto operationeel inkomen te komen dienen gebaseerd te zijn op exploitatiegegevens van de afgelopen drie jaar. Het gaat onder andere om de bezettingsgraden en exploitatiekosten. Het netto operationeel resultaat dient genormaliseerd te worden.

De yields in de split yield methode dienen bepaald te worden op basis van het risicoprofiel van de verschillende lagen inkomsten. De yield van de base layer dient dan ook een marktconforme yield voor conventionele kantoorruimte te zijn. Er wordt geadviseerd een hogere yield aan te houden voor de top tranche. De yield dient toegekend te worden op basis van het risicoprofiel en referenties op dit mee te onderbouwen.

Een aanvullende conclusie van het onderzoek is dat de markt behoefte heet aan meer handvatten voor de bepaling van parameters en kwantificering. Deze conclusie sorteert voor op de aanbevelingen die hierna besproken worden.

## AANBEVELINGEN

Er worden aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek op basis van het verrichte onderzoek. Er zijn tevens enkele aanbevelingen voor de opdrachtgever, die gezien kunnen worden als adviezen die buiten de centrale vraag vallen.

Het onderzoek heeft inzicht gegeven in de waarderingsbenadering van flexibele kantoorruimte. Het onderzoek heeft geen betrekking gehad op het kwantificeren van risico. De eerste aanbeveling is om vervolgonderzoek te doen naar de kwantificeren van risico specifiek voor flexibele kantoorruimte, maar ook voor kantoorruimte in het algemeen. Uit het veldonderzoek is gebleken dat taxateurs hier nauwelijks methoden voor gebruiken, wat de consistentie van waarderingen niet ten goede komt.

Op basis van het onderzoek is een nieuwe definitie van flexibele kantoorruimte opgesteld die aansluit bij dit onderzoek. Uit het onderzoek is naar voren gekomen dat er veel hybride vormen van flexibele kantoorruimte aanwezig zijn in de markt. De tweede aanbeveling is om verder onderzoek te doen naar een meetbare definitie van flexibele kantoorruimte de geschikt is voor waarderingen te ontwikkelen.

De derde aanbeveling voor vervolgonderzoek heeft betrekking op de effecten van conjuncturele schommelingen op de prestatie van flexibele kantoorruimte. Het onderzoek heeft laten zien dat er voor het eerst een trendbreuk zichtbaar is in de ontwikkeling van flexibele kantoorruimte. Dit roept vragen op die relevant zijn voor de waardering. Presteert flexibele kantoorruimte in tijden van laagconjunctuur minder of beter dan conventionele kantoorruimte? Welke rol spelen de verschillende kenmerken van het vastgoed op deze ontwikkeling? Wanneer inzicht is in de prestatie van flexibele kantoorruimte in verschillende economische scenario's, kan dit gebruikt worden als input voor scenarioanalyses.

In het onderzoek is de restwaarde ter sprake gekomen, waarbij is aangegeven dat de restwaarde van flexibele kantoorruimte mogelijk hoger ligt dan bij conventionele kantoren. De restwaarde is een belangrijk onderdeel van de waardering bij het gebruik van de DCF-methode. Het verdient een aanbeveling om verder onderzoek te doen naar de restwaarde van flexibele kantoorruimte.

Het onderzoek heeft een discrepantie laten zien tussen de voorgeschreven waarderingsmethoden en de in de markt gehanteerde waarderingsmethoden. In veel gevallen wordt de DCF-methode voorgeschreven als leidende methode, waar in de markt vooral gebruik gemaakt wordt van de kapitalisatiemethode. Er wordt aanbevolen om deze constatering verder te onderzoek in een vervolgonderzoek.

De laatste aanbeveling voor vervolgonderzoek heeft betrekking op een steeds terugkerend thema in de vastgoedwereld: transparantie. In het kader van transparantie komt in het onderzoek terug dat er weinig informatie van referentietransacties bekend zijn. Een vervolgonderzoek naar het ontwikkelen van een database voor flexibele kantoorruimte kan van grote waarde zijn voor de kwaliteit van waarderingen.

In aanvulling op het laatstgenoemde thema worden twee aanbevelingen gedaan aan de opdrachtgever. De eerste aanbeveling is om een interne database op te bouwen voor flexibele kantoorruimte, met onder andere disconteringsvoeten, yields, net yields en exit yields. Hier kan ook de kennis voor gebruikt worden die intern aanwezig is bij het platform voor de verhuur van flexibele kantoorruimte, Workthere.

De tweede aanbeveling aan de opdrachtgever gaat een stap verder dan de eerste aanbeveling. Op dit moment heeft de opdrachtgever reeds een samenwerkingsverband met andere grote kantoren (Jones Lang Lasalle, Colliers International en Cushman & Wakefield) voor het delen van informatie over deals. De aanbeveling wordt gedaan aan de opdrachtgever om het huidige samenwerkingsverband uit te breiden, door gezamenlijk een brede database op te bouwen. Hiermee ontstaat een bron voor benchmarkcijfers en referentietransacties, wat bijdraagt aan de kwaliteit van waarderingen flexibele kantoorruimte.

# REFLECTIE

Het onderzoek heeft een waarderingsbenadering voor flexibele kantoorruimte opgeleverd, bestaande uit een waarderingsbenadering en een waarderingsmodel. De doelstelling van het onderzoek had voornamelijk betrekking op de risico's van flexibele kantoorruimte en de verwerking hiervan in de waardering. In de uitvoering het onderzoek is de focus meer op de waarderingsbenadering komen te liggen, waarmee de uitkomst dichter bij de centrale vraag ligt. De doelstelling van het onderzoek en de centrale vraag hadden in de onderzoeksopzet een sterkere relatie moeten hebben.

In de onderzoeksopzet zijn tijdens het onderzoeksproces enkele wijzigingen doorgevoerd, die te wijten zijn aan te beperkt vooronderzoek. De wijzigingen hebben voornamelijk betrekking gehad op de respondenten van de interviews en opbouw van de deelvragen.

De onderzoeker heeft een belangrijke rol gehad in de uiteindelijke kwaliteit van het onderzoek. Het onderzoek was kwalitatief van aard en er is gekozen voor semi-gestructureerde interviews. De onderzoeker heeft niet ieder interview dezelfde vragen gesteld, deels ingegeven door het feit dat het semi-gestructureerde interviews betrof. Er heeft hierdoor wel uitgebreide dataverzameling plaatsgevonden, maar het heeft ook de vergelijkbaarheid van uitkomsten bemoeilijkt.

De interviews hebben plaatsgevonden voordat een aanzienlijk deel van de analyse uit de literatuur was afgerond. De onderzoeker heeft de geïnterviewden daardoor niet zoals gewenst kunnen confronteren met gevonden waarderingsbenaderingen uit internationale context. De confrontatie had mogelijk tot een sterkere onderbouwing van het eindproduct geleid.

In datzelfde kader heeft de onderzoeker zich niet aan de vooraf opgestelde onderzoeksplanning gehouden. Dit heeft ertoe geleid dat voornamelijk in de laatste fase van het onderzoeksproces deadlines niet zijn gehaald. Er is daardoor minder feedback op gemaakt werk verkregen, wat naar alle waarschijnlijk tot verdere optimalisaties van het eindproduct had geleid.

De reflectie sluit af met een persoonlijke noot van de onderzoeker. Aan het begin van het onderzoek was de onderzoeker niet overtuigd van de kapitalisatiemethode en had de onderzoeker voorkeur voor de DCF-methode. De bevindingen tijdens het onderzoek hebben de onderzoeker van mening doen veranderen over de toepassing van de kapitalisatiemethode. De methode biedt een sterke aansluiting met de markt en onderscheid zich daarmee van andere methoden. Ondanks dit gegeven, is de onderzoeker nog steeds de mening toegedaan dat een dergelijke methode altijd in combinatie met een DCF-methode gebruikt moet worden.

# BIBLIOGRAFIE


Baarda, B. (2014). Dit is onderzoek: handleiding voor het kwantitatief en kwalitatief onderzoek. Groningen: Noordhoff Uitgevers.

CBRE. (2018). *European flexible office markets: The flexbile revolution*. Geraadpleegd op 4 januari 2018, van https://www.cbre.co.uk/research-and-reports/European-Flexible-Office- Markets--- The-Flexible-Revolution-November-20170

Cheshire, P. C., & Hilber, C. A. (2008). Office space supply restrictions in Britain: the political economy of market revenge. *The Economic Journal*, 118(529), F185-F221.

Crosby, N. (2000). Future directions and challenges for valuation research and practice. *Pacific Rim Property Research Journal*, 6(1), 3-11.

Cushman & Wakefield. (2018). *Coworking 2018*. Geraadpleegd op 28 maart 2019, van http://www.cushmanwakefield.nl/nl-nl/research-and-insight/2018/coworking-2018

Dreisin, A., Evans, A., Pragnell, M., White, M. & Dunse N. (2016). *Serviced offices: A new asset class*. Geraadpleegd op 3 maart 2019, van https://www.officespaceintown.com/sites/default/files/Serviced%20Offices%20-%20A%20new%20asset%20class%20FINAL.pdf

Fakton. (2018). *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde.* Geraadpleegd op 12 mei 2019, van https://www.capitalvalue.nl/documents/3_Diensten/Handboek_marktwaardering_2018.pdf

Fuchs, G. (2018). *Serviced office sector needs consistent valuation approach.* Geraadpleegd op 5 januari 2018, van https://www.egi.co.uk/news/serviced-office-sector-needs-consistent-valuation-approach/?eg_tr_frm_cmpt=true#

Geophy. (2019). *Property valuations engineered for the modern world.* Geraadgpleegd op 10 juni 2019, van https://geophy.com

Gibson, V. (2003). Flexible working needs flexible space? Towards an alternative workplace strategy. *Journal of Property Investment & Finance, 21(1),* 12-22.

Green, D. (2015). *How do you value a serviced office business?* Geraadpleegd op 18 april 2019, van https://www.gkre.co.uk/index.php/2015/06/13/how-do-you-value-a-serviced-office-business/

Greden, L., & Glicksman, L. (2005). A real options model for valuing flexible space. *Journal of Corporate Real Estate*, 7(1), 34-48.

JLL. (2018a). *Flexibilisering van de kantorenmarkt.* Geraadpleegd op 5 januari 2018, van http://www.jll.nl/netherlands/nl-nl/Research/JLL%20Rapport%20Flexibilisering%20van%20de%20kantorenmarkt%20Klein.pdf?d7c20974-1e70-4f8b-83c2-78e174df2e2e

JLL. (2018b). *The valuation of flexible offices.* Geraadpleegd op 10 april 2019, van https://www.jll.co.uk/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/uk/the-valuation-of-flexible-offices.pdf

McAllister, P. (2002). *From Rents to Revenues: Can Property Become a Service Industry?* Geraadpleegd op 23 april 2019, van http://www.reading.ac.uk/LM/LM/rents.pdf

Norg, B. (2008). *Effectiever besturen van programma's: Een aanzet tot verbeterde stuurplannen*. p. 5 en verder. Geraadpleegd van https://essay.utwente.nl/58584/1/scriptie_B_Norg.pdf

NVM. (2018). *De opkomst van flexibele kantoorconcepten: Hype of structurele verandering?* Geraadpleegd op 4 januari 2018, van https://www.nvm.nl/-/media/files/nvmopenbaar/marktinformatie/business/de-opkomst-van-flexibele-kantoorconcepten---2018.pdf.

PTA. (2014). *Good Practices: voorbeelden voor de praktijk.* Geraadpleegd op 15 april 2019, van https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?FileInfoID=761

Savills. (2017). *Spotlight: The future for serviced offices in Europe – July 2017.* Geraadpleegd op 4 januari 2018, van https://www.savills.co.uk/research_articles/229130/218940-0

Savills. (2019). *Flexibele kantoorruimte*. Geraadpleegd op 5 maart 2019, van http://pdf.euro.savills.co.uk/the-netherlands/commercial---dutch-other/spotlight---flexibele-kantoorruimte---2019.pdf

Savills. (z.j.-a). *Over Savills.* Geraadpleegd op 3 januari 2018, van http://www.savills.nl/over-savills/

Savills. (z.j.-b). *Diensten.* Geraadpleegd op 3 januari 2018, van http://www.savills.nl/diensten/

Savills. (z.j.-c). *Groepsstructuur.* Geraadpleegd op 3 januari 2018, van http://www.savills.nl/over-savills/groepsstructuur.aspx

Savills. (z.j.-d). *Belangrijke feiten.* Geraadpleegd op 3 januari 2018, van http://www.savills.nl/over-savills/belangrijke-feiten.aspx

Schepers, I.J.M. (2014). *De waarde van flexgoed: een onderzoek naar de financiele implicaties van flexibiliteit in kantoren*. Geraadgpleegd op 10 april 2019, van https://pure.tue.nl/ws/files/46964571/776582-1.pdf

Smeenk, H. (2016). *De invloed van veroudering van kantoren en bedrijfspanden op de eindwaarde in een dcf-waardering.* Geraadpleegd op 1 maart 2018, van https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/15/Smeenk_AJ.pdf

Twynstra Gudde. (z.j.). *TKGIO-model.* Geraadpleegd op 3 juni 2019, van https://www.twynstraguddekennisbank.nl/figuur/tgkio-model

Van Arnhem, P., Berkhout, T., Ten Have, G. (2013). Taxatieleer vastgoed 1. Arnhem: Noordhoff Uitgevers B.V.

Van der Voordt, D. J. M. (2002). Winst en risico's van flexibele werkplekken. Delft/Naarden: Center for People and Buildings/Centrum Facility Management.

Van der Voordt, T. J. (2004). Costs and benefits of flexible workspaces: work in progress in The Netherlands. Facilities, 22(9/10), 240-246.

VastgoedCert. (2014). *1 Discounted Cash Flow (DCF).* Geraadpleegd op 1 mei 2019, van https://www.vastgoedcert.nl/wp-content/uploads/2014/04/Syllabus-BV-2014-DCF.pdf