

# Van faillissement naar waardeontwikkeling

Een onderzoek naar het effect van faillissementen op de ontwikkeling van de  
markthuurwaarde van winkelvastgoed

Auteur: S.C. van Welie  
Begeleiders: Dr. M.I. Dröes & drs. Wim van der Post  
Opleiding: MRE 2014-2016  
Datum: September 2016

## Van faillissement naar waardeontwikkeling

---

Amsterdam School of Real Estate

Auteur: S.C. van Welie MSc RE  
1<sup>e</sup> Begeleider: Dr. M.I. Dröes  
2<sup>e</sup> Begeleider: Drs. Wim van der Post  
Opleiding: MRE jaargang 2014-2016  
Datum: September 2016

# Inhoudsopgave

<b>VOORWOORD</b> .....	<b>4</b>
<b>SAMENVATTING</b> .....	<b>5</b>
<b>HOOFDSTUK 1 INTRODUCTIE</b> .....	<b>6</b>
1.1 AANLEIDING .....	6
1.2 PROBLEEMBESCHRIJVING.....	7
1.3 DOEL .....	7
1.4 ONDERZOEKSVRAAG.....	7
1.5 ONDERZOEKSOPZET .....	8
1.5.1 <i>Methodologie</i> .....	9
1.5.2 <i>Data</i> .....	9
1.5.3 <i>Afbakening</i> .....	9
1.5.4 <i>Meetperiode</i> .....	10
1.6 MAATSCHAPPELIJKE & WETENSCHAPPELIJKE RELEVANTIE .....	10
1.7 LEESWIJZER .....	11
<b>HOOFDSTUK 2 THEORETISCH KADER</b> .....	<b>12</b>
2.1 WINKELMARKT.....	12
2.1.1 <i>Opbouw winkellandschap</i> .....	12
2.1.2 <i>Vierkwadrantenmodel</i> .....	14
2.1.2 <i>Neoklassieke winkelloccatietheorieën</i> .....	16
2.3.1 <i>Invloedsfactoren op de markthuur</i> .....	19
2.3.2 <i>Vaststellen van de markthuur</i> .....	19
2.3.3 <i>Incentives</i> .....	20
2.3.4 <i>De institutionele context: Wetgeving (bedrijfsruimten art. 7.290 BW)</i> .....	21
2.3.5 <i>Richtlijnen taxateurs</i> .....	22
2.3.6 <i>Markthuur bij nieuwe verhuur</i> .....	23
2.3.7 <i>Tussentijdse contractherzieningen</i> .....	23
2.4 INSOLVENTIE.....	23
2.4.1 <i>Faillissementswet</i> .....	24
2.4.2 <i>Gevolgen faillissement bij huur van bedrijfsruimten</i> .....	24
2.5 HUURPRIJS EN MARKTHUUR NA FAILLISEMENT.....	26
2.5.1 <i>Onderhandelingsresultaat huurprijs</i> .....	26
2.5.2 <i>Effect markthuur op huurprijs</i> .....	27
<b>HOOFDSTUK 3 DATA</b> .....	<b>28</b>
3.1 SYNTRUS ACHMEA REAL ESTATE & FINANCE .....	28
3.2 DATASET.....	28
3.3 DATASELECTIE & OPERATIONALISATIE .....	29
3.4 DUMMY- EN NIEUW AANGEMAakte VARIABELEN .....	30
3.4.1 <i>Afhankelijke variabelen</i> .....	32
3.4.2 <i>Onafhankelijke variabelen</i> .....	32
3.5 BETROUWBAARHEID EN VALIDITEIT.....	34
3.7 DESCRIPTIVE STATISTICS .....	35
<b>HOOFDSTUK 4 METHODOLOGIE</b> .....	<b>40</b>
4.1 DIFFERENCE IN DIFFERENCES.....	40
4.2 REGRESSIEANALYSES.....	41

<b>HOOFDSTUK 5 EMPIRISCHE ANALYSE.....</b>	<b>42</b>
5.1 REGRESSIERESULTAAT DIFFERENCE IN DIFFERENCE .....	42
5.1.1 <i>Basis regressieanalyse</i> .....	43
5.1.2 <i>Basis regressieanalyse met onafhankelijke variabelen</i> .....	44
5.1.3 <i>Fixed Effects</i> .....	45
5.2 REGRESSIERESULTAAT INTERACTIEVARIABLEN .....	46
5.2.1 <i>Interactie ROZ-IPD Winkelsegment</i> .....	47
5.2.2 <i>Interactie ROZ-IPD Winkellocatietypologie</i> .....	48
5.2.3 <i>Interactie mate van onder- of oververhuur</i> .....	49
5.2.4 <i>Interactie G15</i> .....	49
5.2.5 <i>Interactie Mutatie</i> .....	50
5.2.6 <i>Interactie Jaar na faillissement</i> .....	50
<b>HOOFDSTUK 6 CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN.....</b>	<b>51</b>
6.1 EFFECT VAN FAILLISSEMENT OP MARKTHUUR .....	51
6.2 INTERACTIEVARIABLEN .....	51
6.3 LIMITATIES ONDERZOEK EN REFLECTIE .....	53
6.4 VERVOLGONDERZOEK .....	55
<b>BRONNEN .....</b>	<b>56</b>
Bijlage 1 PTA aanbevelingen .....	60
Bijlage 2 Overzicht observaties per plaats .....	62

## Voorwoord

Voor u ligt de scriptie van 'Van Faillissement naar Waardeontwikkeling'. Deze scriptie vormt het sluitstuk van het intensieve MRE- programma 2014-2016 van de Amsterdam School of Real Estate.

De MRE-opleiding heb ik ervaren als een sneltrein waarin ik samen met inspirerende professionals veel tijd heb kunnen steken in mijn persoonlijke ontwikkeling en zakelijke diepgang. Ook gaf de MRE mij wekelijks een moment van ontspanning in het hectische werkende leven. De collegedagen met mijn jaargang heb ik als zeer motiverend en plezierig ervaren.

Het scriptietraject voelde voor mij als "de laatste loodjes wegen het zwaarst". Nadat alle tentamens waren gehaald leek het einde in zicht. Al snel leek niets minder waar. Vele avonden, weekenden en structureel in mijn gedachten, was ik met het onderzoek bezig. Basale vragen zoals 'wat wil ik nu eigenlijk wetenschappelijk toevoegen, wat moet anders en wat heeft de praktijk er nu aan?' kwamen vaak terug. Dit leverde een gezonde spanning op die mij steeds weer opnieuw op scherp zette.

Ik ben van mening dat ik middels deze studie een waardevolle bijdrage heb geleverd aan een nauwelijks eerder bestudeerd, maar zeer actueel onderzoeksgebied. Deze studie betreft een eerste stap richting verder onderzoek en kan daarom tevens geïnterpreteerd worden als een nul- meting. De persoonlijke doelstelling die ik vooraf ten aanzien van dit onderzoek had, is daarmee bereikt.

Graag maak ik van de gelegenheid gebruik iedereen te bedanken die mij gedurende het MRE- traject heeft gesteund. In het bijzonder wil ik mijn vriendin en zontje bedanken voor het vele geduld dat zij keer op keer hebben gehad. Ik bedank mijn scriptiebegeleiders Martijn Dröes en Wim van der Post voor de kritische, maar steeds opbouwende feedback. Ik heb erg veel van hen geleerd. Mijn inmiddels oud- collega Bob wil ik expliciet bedanken voor zijn hulp bij de dataverzameling. Tot slot wil ik vanuit de ASRE graag Wendy bedanken. Zonder haar was het gehele MRE-traject vast niet zo leuk geweest (en had ik niet zo vaak een parkeerplaats)!

Haarlem, 12 september 2016,

S.C. van Welie Msc RE

## Samenvatting

Het aantal winkelfaillissementen loopt sinds 2012 fors op. Voor vastgoedeigenaren is het van belang de gevolgen daarvan in te schatten. Faillissementen zorgen in winkelgebieden primair voor een afname van het aantal passanten met inherent daaraan een oplopende leegstand. Op dit moment ontbreekt het in de literatuur echter aan inzichten in de effecten van deze faillissementen op de markthuur van winkelunits. De hoofdvraag van onderhavige studie luidt dan ook als volgt: *'wat is het effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit?'* Op basis van een kwantitatieve analyse wordt antwoord gegeven op deze vraag. Daarbij is er sprake van één centrale afhankelijke variabele, de markthuur.

Voor verhuurders is het de markthuur die aangeeft in hoeverre er een bepaald huurniveau in de toekomst in de markt haalbaar lijkt, het geeft informatie over het risico. De markthuur reageert vertraagd op gerealiseerde huurprijzen. Bij een neergaande markt waar huurprijzen onder druk staan, wordt de markthuur dus vertraagd afgewaardeerd. In de Faillissementswet zijn alle procedures, rechten en plichten omtrent een faillissement vastgelegd. Er is volgens de wet sprake van faillissement wanneer een onderneming of persoon zich in een dusdanige toestand bevindt waarbij hij zijn schulden niet meer kan voldoen. Ten aanzien van de verhuurde situatie zijn er bij faillissementen voor verhuurders meerdere mogelijke scenario's.

Voor de kwantitatieve toetsing is gebruik gemaakt van de database van winkelvastgoed van vermogensbeheerder Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Er is sprake van een multidimensionale paneldataset. Om de nominale variabelen die niet direct aan een schaal zijn gekoppeld wel in de analyses te betrekken en om interactie toe te voegen, zijn meerdere dummyvariabelen aangemaakt. In dit onderzoek staat de Difference in Differences regressiemethode centraal. Er hebben drie verschillende regressieanalyses plaatsgevonden. Achtereenvolgens liep de robuustheid van deze drie analyses op. De *fixed effects*-analyse gaf het meest robuuste regressieresultaat. Van alle observaties heeft 9% van de panels te maken gehad met een faillissement. De gemiddelde markthuur van de panels met faillissementen lag substantieel hoger in vergelijking tot panels zonder faillissementen.

Gemiddeld genomen is er geen robuust bewijs dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden. Het regressiemodel veronderstelt dat de markthuur wordt verklaard door compositie-effecten niet door faillissementen. Significant is wel aangetoond dat de markthuur in panels met een faillissement hoger is dan zonder faillissement.

Door de toevoeging van interactievariabelen aan het Fixed Effect model zien we wel bepaalde patronen rondom het faillissementseffect ontstaan. Deze interactie-effecten hebben betrekking op de in dit onderzoek gehanteerde onafhankelijke variabelen. Een significant effect van faillissementen op de markthuur is aangetoond voor winkelunits gelegen in *Hoofdwinkelgebieden Groot* en *Middelgrote steden-Secundair*. Winkelunits op die locaties hebben een markthuur die respectievelijk 23,6% en 27,2% lager is dan die van de referentiecategorie. Los van faillissementen is daarnaast aangetoond dat panels in de categorieën *Kernverzorgende centra groot*, *Stadsdeelcentra* en *Middelgrote steden Primair* een markthuur hebben die respectievelijk 50%, 56% en 29% lager is dan die van de referentiecategorie.

Robuust is aangetoond dat de mate van onder- en oververhuur in de bandbreedte 5% - 10%, voor zowel onder- als oververhuurde situaties, er sprake is van een significant hogere markthuur na faillissement. Opvallend is dat voor winkelunits die zijn gelegen in de *G15 aantrekkelijkste binnensteden* en winkelunits met reguliere *mutaties* binnen de geobserveerde periode, er geen effecten van faillissementen op de markthuur zijn waargenomen terwijl dit wel werd verwacht. Significant is aangetoond dat winkelunits die zijn gelegen in de G15 een gemiddelde markthuur hebben die 35% hoger is dan in steden buiten de G15, los van faillissementen.

## Hoofdstuk 1    Introductie

*'Janken, huilen, afscheid nemen'*

*(Gerard Kortekaas, bedrijfsleider van V&D vestiging Amstelveen in de Volkskrant 16 februari 2016)*

Het lijkt het nieuws al enkele jaren te domineren: winkelfaillissementen. Sinds 2011 zijn meer dan 2.800 detail- en winkelformules in Nederland failliet gegaan (CBS, 2016). De grootste en meest spraakmakende zijn met stip V&D, Macintosh en Perry Sport. Deze faillissementen laten niet alleen veel werkloos personeel achter - zoals het openingscitaat van dit hoofdstuk toont -, maar zorgen ook voor een belangrijke dynamiek in de winkelstaten in termen van mutaties en leegstand. In dit hoofdstuk wordt naast de aanleiding de centrale vraag van het onderzoek uiteengezet en de methodologische keuzen verantwoord.

### 1.1    Aanleiding

Uit recente cijfers blijkt dat de winkelmarkt profiteert van het herstel van de economie. Ondanks de vele faillissementen van grote landelijke ketenbedrijven gaat het sinds 2014 beter dan daarvoor. Het gaat dan om een toename van het consumentenvertrouwen en inherent daaraan aantrekkende bestedingen. Dat leidt ook tot positieve ontwikkelingen op de winkelvastgoedmarkt. De NVM (2016) constateert bijvoorbeeld dat in 2015 de opname van winkelruimte met ruim 20% is gestegen ten opzichte van het jaar daarvoor, terwijl het aanbod (koop en huur) slechts met 0,7% toenam. Kortom, het aanbod bleef sterk achter bij de opname wat impliceert dat de markt een herstel vertoont – dit weliswaar met dien verstande dat de totale winkelvoorraad deels is afgenomen (NVM, 2016). Dit herstel is niet evident zichtbaar op alle winkellocaties. Het zijn met name de grotere steden Amsterdam, Den Haag, Rotterdam en Utrecht waar de vraag naar winkelruimte sterk is verbeterd. Steden zoals Arnhem, Zwolle en Apeldoorn blijven beduidend achter (NVM, 2016) waardoor sprake is van een tweedeling op de winkelmarkt. Beter gelegen winkellocaties worden relatief beter en de minder goed gelegen locaties relatief slechter. Onderzoek van de afdeling R&D van Syntrus Achmea Real Estate & Finance (Van der Gijp, 2016) bevestigt deze ontwikkeling aan de hand van het aantal faillissementen van retailers in relatie tot het type locatie en uiteindelijke nieuwe invulling. Dit onderzoek toont aan dat het voornamelijk de winkellocaties buiten de G15 (dus de kleinere steden) zijn, waar de door faillissement leeggekomen units relatief langer (of in bepaalde gevallen nog steeds) leeg staan (Van der Gijp, 2016).

Voor vastgoedeigenaren is het van belang de gevolgen van een mogelijk faillissement van de retailer in te schatten. Faillissementen betekenen voor winkelbeleggers feitelijk een tussentijdse contractsonderbreking als gevolg van een ondernemer die noodgedwongen haar exploitatie heeft moeten staken. Dit kan te maken hebben met een te lage omzet in de specifiek getroffen winkel, maar het kan ook een gevolg zijn van een groter, vestiging-overstijgend en of bedrijfs- dan wel holding breed probleem. Helder is dat het op enig moment leegkomen van een winkelunit als gevolg van een faillissement voor de verhuurder feitelijk een voortijdige mutatie impliceert die, zoals Van der Gijp (2016) in dit kader heeft aangetoond, afhankelijk van het type locatie snel of minder snel opnieuw zal worden ingevuld. Voor verhuurders betekent dit concreet dat eigendom op minder goede locaties trager wordt ingevuld met inherent een negatief effect op de cash flow. Dit leidt tegelijkertijd tot de vraag of relatief betere locaties niet alleen sneller weer ingevuld zijn, maar er daarnaast een extra huursurplus kan ontstaan.

De praktijk toont aan dat op de relatief goede locaties bij vertrek of leegstand er snel, soms direct, een opvolgend huurder wordt gevonden. De verhuurder zal een acceptabele huurprijs nastreven waarbij niet vast staat dat de nieuwe huurprijs lager is dan die was bij de voorgaande, gefailleerde

huurder. Uitgaande van het feit dat deze nieuwe transactie zijn uitwerking zal hebben op de eveneens nieuw vast te stellen markthuur van de betreffende winkellocatie, kan de markthuur twee kanten op bewegen. Of vast staat dat faillissementen een negatief effect hebben op de markthuur is daarmee niet evident. Daarnaast is niet bewezen of de hoogte de oude huurprijs van invloed is op het aantal faillissementen en op het al dan niet dalen of stijgen van de markthuur. En dat dus het moment in de markt wanneer een contract is afgesloten en in het bijzonder de hoogte van deze huur impact op de markthuur heeft. Dit onderzoek heeft als doel inzicht te verkrijgen in de relatie tussen faillissement en markthuur van een winkelunit die de gefailleerde retailer achterlaat of waar middels vernieuwde huurvoorwaarden een doorstart heeft plaatsgevonden.

## 1.2 Probleembeschrijving

Uit diverse onderzoeken blijkt dat faillissementen van retailers een negatief effect hebben op specifieke winkelunits en dus ook op winkelgebieden. Zo zorgen faillissementen in veel gevallen primair voor het wegvallen van trekkracht in een winkelgebied, een afname van het aantal passanten met inherent een oplopende leegstand binnen winkelgebieden (Colliers, 2016 en Berkers, 2016). Butink (2015) benadrukt dat er een situatie is ontstaan van permanente overcapaciteit. Het is het winkelaanbod dat bepalend is voor de aantrekkelijkheid van een winkelgebied. Wordt dit aanbod beperkt dan resulteert dit in een verdere angst voor leegloop. Kortom, er ontstaat een negatieve spiraal wat de vraag naar winkelruimte en zodoende de markthuur beïnvloedt (Ten Have, 2007, Haringsma, 2002 en Bolt, 2003). Het effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit is echter niet empirisch onderzocht. Daarmee is er sprake van een kennisleemte die beleggers belemmert om tot een optimale strategie te komen voor winkelobjecten in bepaalde gebieden.

## 1.3 Doel

Inzicht verkrijgen in de relatie tussen faillissement en markthuur van een specifieke winkelunit die de gefailleerde retailer achterlaat of waar op basis van vernieuwde huurvoorwaarden een doorstart heeft plaatsgevonden.

## 1.4 Onderzoeksvraag

Uit voorgaande aanleiding, probleem- en doelstelling is de volgende hoofdvraag gedestilleerd:

### ***Wat is het effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit?***

Het onderzoek gaat er daarnaast vanuit dat teneinde een valide en betrouwbaar antwoord op deze vraag te geven de centrale hypothese die uit de aanleiding is op te stellen moet worden getoetst. De centrale hypothese luidt als volgt: *De markthuur van een specifieke winkelunit zal zich negatief ontwikkelen als gevolg van een faillissement.*

Hierbij wordt er vanuit gegaan dat faillissementen de markthuur van winkelunits negatief beïnvloeden. Faillissementen zijn veelal het gevolg van het minder aantrekkelijk worden van een winkelgebied. Andersom dragen faillissementen zelf bij aan deze verminderde aantrekkelijkheid (Colliers, 2016, NVM, 2016 en Platform31, 2014).

Om de onderzoeksmethodiek theoretisch te borgen, het analysemodel vorm te geven en antwoord te kunnen geven op de centrale vraagstelling zullen de volgende zes deelvragen beantwoord worden:

1. Wat bepaalt de markthuur van winkelunits?
2. In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden per ROZ -IPD winkelsegmentstype?



3. In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden per ROZ-IPD winkellocatietype?
4. In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden voor de G15 sterkste Nederlandse winkelsteden in vergelijking tot andere Nederlandse steden?
5. Welk effect heeft de mate van over- of onderverhuur vóór faillissement van een specifieke winkelunit op de markthuur na faillissement van onderhavige winkelunit?
6. Wat is het effect van een mutatie door faillissement op de markthuur in vergelijking met het effect van een reguliere mutatie op de markthuur?
7. Welke aanbevelingen kunnen er gedaan worden richting beleggers ten aanzien van de aantrekkelijkheid van specifieke winkellocaties na faillissement?

Met betrekking tot de mutaties (deelvraag 2) wordt verwacht dat faillissementen de markthuur na mutatie beïnvloeden. Met betrekking tot de verschillende winkelsegmentstypen (deelvraag 3) en de winkelgebiedstypen (deelvraag 4) is het de hypothetische veronderstelling dat winkelunits gelegen in kleinere en meer dagelijks georiënteerde winkelcentra, veelal gelegen in de kleinere steden, een groter negatief effect ondervinden van faillissementen op de markthuur dan dat dit gebeurt bij de grotere, niet – dagelijkse, centra. Voor de deelvraag ten aanzien van de G15 meest aantrekkelijke winkelsteden wordt dit eveneens verwacht. In deze steden zal de markthuur minder negatief beïnvloed worden door faillissementen. In sommige gevallen valt een verhoging (positief effect) van de markthuur na faillissement niet uit te sluiten. Tot slot wordt met betrekking tot de mate van onder- en of oververhuur (deelvraag 3) verwacht dat hoe groter de mate van oververhuur vóór het faillissement, hoe hoger de markthuur na het faillissement wordt. Hoe groter de mate van onderverhuur vóór het faillissement, hoe lager de markthuur na het faillissement wordt.

## 1.5 Onderzoeksopzet

Om de centrale vraag te beantwoorden is een proces doorlopen. Dit proces bestaat uit een literatuurstudie en vervolgens een kwantitatief onderzoek. Onderstaande figuur geeft schematisch de stappen weer:



Figuur 1 Conceptueel model

Het theoretisch kader vormt de basis waar vanuit het onderzoek heeft plaatsgevonden. De eerste deelvraag zal vanuit de theorie beantwoord worden en vormt het vertrekpunt voor de praktijkanalyse, de empirische toetsing.

De praktijkanalyse vormt de kern van het onderzoek. Voor de kwantitatieve toetsing wordt gebruik gemaakt van de database van vermogensbeheerder Syntrus Achmea Real Estate & Finance, hierna in

dit onderzoek Syntrus genoemd. Syntrus betreft een van de grootste vermogensbeheerders van Nederland. De winkelvastgoedportefeuille heeft een totale omvang van ruim EURO 2.4 miljard verdeeld over ruim 400 objecten en ca. 1.800 huurovereenkomsten.

### 1.5.1 Methodologie

De belangrijkste en centrale methode in dit onderzoek betreft de Difference in Difference regressiemethodiek. Deze statistische methode maakt gebruik van kwantitatieve informatie (data) en wordt veel gebruikt in de sociale wetenschappen om verschillen tussen een “behandelde groep” en een niet “behandelde groep” aan te tonen.

Met betrekking tot het onderhavige onderzoek zullen huurgegevens van specifieke winkelunits in de tijd (meetperiode 6 jaar), met elkaar vergeleken worden. Uiteindelijk zijn er twee verschillende groepen. Het verschil is dat er in de “behandelde groep” sprake is geweest van een faillissement en in de andere groep niet (*control versus treatment group*). Op deze manier kunnen verschillen in de markthuur (van de specifieke winkelunit) verklaard worden bovenop het eventueel aanwezige normaalverschil.

Naast dit hoofdmodel, de Difference in Difference regressieanalyse, heeft er een mutatie-analyse plaatsgevonden. In deze analyse is het niet de markthuur die als afhankelijke variabele fungeert maar is dit de huurverandering vóór en na een mutatie. Dit om de effecten tussen reguliere mutaties en daar waar faillissementen zaten aan te tonen.

Aanvullend hebben er meerdere regressieanalyses plaatsgevonden ten behoeve van de beantwoording van de overige deelvragen. In deze modellen zijn interacterende en onafhankelijke variabelen toegevoegd om daarvan de effecten op de afhankelijke variabelen te meten. In hoofdstuk 4 zal uitvoerig bij de Difference in Difference methode stil gestaan worden.

### 1.5.2 Data

Om de centrale vraag samen met de deelvragen te beantwoorden en de centrale hypothese te toetsen is er een omvangrijke database opgebouwd en bewerkt ten behoeve van de kwantitatieve en statistische analyses. Ten behoeve van dit onderzoek zal gebruik worden gemaakt van gegevens van 1.346 winkelruimten. De centrale en belangrijkste afhankelijke variabele is de markthuur. Het feit of er een faillissement al dan niet heeft plaatsgevonden is daarbij van groot belang. Veel onafhankelijke variabelen in dit onderzoek betreffen dummy variabelen. In hoofdstuk 3 worden deze variabelen en de totstandkoming nader beschreven.

### 1.5.3 Afbakening

Om tot een robuust onderzoek te komen en scherp antwoord te geven op de onderzoeksvraag is het onderzoek afgebakend. In dit onderzoek wordt uitgegaan van winkelruimte bedoeld zoals beschreven in art 7.290 BW. Dit onderzoek is erop gericht slechts de effecten op de markthuur van een specifieke winkel inzichtelijk te maken. Het effect op naastgelegen winkelunits en of winkelgebieden wordt niet onderzocht. Dit komt voor vervolgonderzoek in aanmerking. Naast de feitelijke faillissementen worden in de data ook de huurders meegenomen die uiteindelijk niet failliet zijn gegaan maar waarbij er slechts of vooralsnog sprake is gebleken van een surseance van betaling. Voorwaarden hierbij is dat de contractuele relatie, getoetst aan de entiteit van de huurder, nadien is veranderd en of dat er leegstand is ontstaan. Daarmee ontstaat namelijk toch een moment van mogelijke aanpassing van de huurvoorwaarden.

De situatie voor verhuurders na een faillissement zijn beperkt tot vier mogelijke scenario's die in dit onderzoek worden gehanteerd. Tussen haakjes staat beknopt waarvan in dat geval sprake is:

- 1) De winkelruimte komt leeg. De curator is er niet in geslaagd een doorstart overname te realiseren of de overname partij heeft geen belang bij onderhavige locatie. Verhuurder zal nieuwe verhuur moeten opstarten (LEEGSTAND/VOLLEDIG NIEUWE VERHUUR);
- 2) Het gefailleerde bedrijf wordt overgenomen waarbij ten aanzien van de winkelruimte een indeplaatsstelling wordt afgedwongen. De huurcondities blijven hetzelfde (IDPS);
- 3) Het gefailleerde bedrijf start door. De curator heeft onderhandeld met de verhuurder ten behoeve van voor de huurder betere huurcondities (BIJSTELLING HUUR);
- 4) Het gefailleerde bedrijf wordt niet volledig overgenomen. Wel neemt een partij deels de passiva en/of activa van de gefailleerde onderneming over. De derde partij heeft belang bij de locatie en onderhandelt met verhuurder over nieuwe huurcondities (BIJSTELLING HUUR).

Er wordt dus expliciet stilgestaan bij de tussentijdse contractuele onderbreking en of bijstelling van de relatie tussen huurder en verhuurder als gevolg van een faillissement. De achtergrond, reden of oorzaak van het faillissement op zichzelf, alsmede andere effecten van faillissementen van retailers dan die op de huurprijs, vallen buiten de scope van dit onderzoek.

#### 1.5.4 Meetperiode

Als meetperiode worden Q4 2010 tot en met Q4 2015 meegenomen. Concreet zijn er zes meetmomenten Q4 2010, Q4 2011, Q4 2012, Q4 2013, Q4 2014 en Q4 2015. De faillissementen die betrokken worden bij het onderzoek zijn gelegen binnen deze periode. Deze periode is met zorg gekozen omdat er sprake was van een relatief constant, negatief economisch klimaat. Dit zijn de jaren geweest waarin de crisis structureel merkbaar was (CPB, 2016). Bij de Mutatieanalyse is de data van 2011 tot en met 2015 meegenomen daar er geen gegevens over 2009 beschikbaar waren en het verschil voor 2010 ten opzichte van 2009 om die reden niet kon worden bepaald. Er is gekozen voor Q4 omdat op dit moment de taxaties hebben plaatsgevonden en deze het einde van een jaar representeren.

#### 1.6 Maatschappelijke & Wetenschappelijke relevantie

Het winkellandschap is sterk aan het veranderen. De hoeveelheid winkels dat momenteel leeg staat of naar verwachting binnen niet al te lange termijn leeg zal komen neemt toe (Groen, 2015). Enerzijds liggen "reguliere" opzeggingen hieraan ten grondslag terwijl anderzijds faillissementen van retailers leegstand veroorzaken. Dit laatste thema staat centraal in onderhavige scriptie. De sporen die faillissementen achterlaten verschillen per winkellocatie, winkelstad en/of intensiteit (Colliers, 2016).

Ondanks de verschillende oorzaken van faillissementen, betekenen ze in alle gevallen een tussentijdse contractuele onderbreking c.q. vernieuwing van de contractuele relatie. Dit kan in verschillende vormen. De huurprijs zal in veel gevallen aangepast worden naar een marktconform niveau. Bij leegstand zal een toename van het aanbod wederom een effect hebben op de markthuurprijs.

Beleggers in winkelvastgoed zijn in veel gevallen vanuit wet- en regelgeving genoodzaakt periodiek een externe taxatie te laten uitvoeren ten aanzien van alle tot de portefeuille behorende winkelpanden. De markthuur is een door taxateurs vast te stellen prijs (paragraaf 2.2) welke in feite vraag en aanbod, in een vrije markt, van een specifieke winkelruimte uitdrukt in een huurprijs. De markthuur vormt op haar beurt één van de belangrijkste parameters bij bepaling van de door de

taxateur bepaalde marktwaarde bij verkoop, die voor beleggers gelijk is aan de boekwaarde. Kortom, de markthuur heeft een directe relatie met het rendement.

Dat faillissementen een effect hebben op de ontwikkeling van de huurprijs met inherent een effect op de markthuur wordt breed verondersteld daar ze vraag en aanbod beïnvloeden. Echter, hoe dit voor verschillende typen locaties en typen winkelkernen uitpakt is thans niet onderzocht. Dit onderzoek geeft inzicht in de relatie tussen faillissement en markthuur, en dus de marktwaarde, van een specifieke winkelunit die de gefailleerde retailer achterlaat. Het veranderde speelveld noopt winkelbeleggers tot het maken van nieuwe keuzes. Een toename van het aantal faillissementen is hierop van grote invloed. Uiteindelijk zijn winkelbeleggers uit op rendement. De huurprijs met als haar afgeleide de markthuur, draagt bij aan zowel het direct als het indirect rendement. Inzicht in het effect van faillissementen op de markthuur is om die reden essentieel bij het maken van meer optimale strategische beleggingsbeslissingen.

## 1.7 Leeswijzer

Hoofdstuk twee betreft het theoretische kader. De werking van de winkelmarkt wordt besproken vanuit een theoretisch perspectief. Vervolgens wordt stilgestaan bij het begrip markthuur. Dit hoofdstuk wordt afgesloten middels de bespreking van het thema faillissementen en de juridische kaders daaromtrent. De institutionele context, waaronder de formele wet- en regelgeving, wordt in dit hoofdstuk behandeld.

In het derde hoofdstuk wordt de voor dit onderzoek relevante database besproken. Behandeld worden de opbouw van het databestand, de variabelen, de representativiteit, de operationalisering en de betrouwbaarheid.

In het vierde hoofdstuk wordt de methodologie besproken die gebruikt zal worden om de hoofdvraag en de deelvragen te beantwoorden. Om de effecten van faillissementen op de markthuur inzichtelijk te maken en om antwoord te geven op de deelvragen zullen meerdere statistische modellen toegepast worden. Deze modellen worden in dit hoofdstuk beschreven.

In het vijfde hoofdstuk staan de empirische resultaten centraal. Eerst worden de resultaten van de centraal staande Difference in Difference-regressieanalyse besproken waarna interactie-effecten aan het meest robuuste model worden toegevoegd. De uitkomsten hiervan worden vervolgens besproken.

Tot slot wordt in hoofdstuk zes afgesloten met de uiteindelijke conclusies en aanbevelingen. Zowel de hoofdvraag als de deelvragen worden in dit hoofdstuk beantwoord. Daarnaast wordt er in dit hoofdstuk kort stilgestaan bij de limitaties van en reflectie op het onderzoek. Ook komen hier aanbevelingen voor verder onderzoek aan bod.

## Hoofdstuk 2 Theoretisch kader

In dit hoofdstuk wordt eerst beknopt stilgestaan bij de werking van de winkelmarkt om daarna het begrip markthuur, het nut en de bepaling van de markthuur vanuit de theorie te beschrijven. Om te bepalen of een faillissement effect heeft op de markthuur van een specifieke winkel is het van belang te weten wat er gebeurt na een faillissement, hoe in Nederland de institutionele context (met name formele wet- en regelgeving) hieromtrent is opgebouwd en welke theoretische inzichten reeds beschikbaar zijn over dit thema. Naast de formele instituties worden ook de meer informele en behaviorale fenomenen van de totstandkoming van de nieuwe huurprijs na faillissementen besproken. Hoewel dit een meer subjectief karakter heeft is de impact van deze formele instituties veelal relatief groot. Gebeurt dit geheel in een “vrije” onderhandelingsruimte of zijn er beperkingen waardoor de vraag en aanbod verhouding zijn verstoord? En is de nieuwe huurprijs, bij een snelle wederverhuur na faillissement, wel “marktconform” vastgesteld? Pas als de werking van de markthuur, de faillissementen en de invloed daarop op het onderhandelingsproces inzichtelijk zijn kan valide worden bepaald wat faillissementen voor effect hebben op de markthuur. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie.

### 2.1 Winkelmarkt

In de winkelmarkt staat het leveren van consumentengoederen ten behoeve van het fysiek gebruiken daarvan centraal (Bolt, 1995). Winkelgebieden vormen hier de fysieke locaties waar vraag en aanbod samenkomen en waar het mogelijk wordt gemaakt transacties te realiseren. Vraag wordt gevormd door de behoefte van de consument en aanbod in de vorm van een winkelvoorziening die voorziet in deze behoefte. Quix et al, 2011, benadrukken dat de basis van de detailhandel, het voorzien in een behoefte, de afgelopen jaren niet is veranderd. Echter, doordat er nieuwe mogelijkheden en keuzes voor de consument beschikbaar zijn gekomen, waaronder de komst van e-commerce, is het proces rondom het winkelen wel sterk veranderd. Deze verandering zal blijvende gevolgen hebben voor de manier waarop retailers, vastgoedeigenaren en overheden om moeten gaan met consumenten en deze gebieden.

#### 2.1.1 Opbouw winkellandschap

Nederland heeft een fijnmazige winkelstructuur, wat betekent dat het aanbod van winkels op een relatief beperkt grondoppervlak groot is maar ook dat winkels zich binnen een beperkte reisafstand van consumenten bevinden (Bolt, 1995). Deze structuur vindt zijn oorsprong bij de Nederlandse opbouw van dorpen en steden met elk een eigen, en veelal additioneel aan elkaar functionerend winkelaanbod. Evers (2005) wijst er in dit kader op dat deze fijnmazige en functioneel hiërarchisch opgebouwde structuur grotendeels wordt veroorzaakt door het restrictieve detailhandelsbeleid dat Nederland sinds de jaren 70 heeft gevoerd. Dit beleid had tot doel bestaande winkelkernen en -centra te behouden waardoor veel nieuwe ontwikkelingen werden tegen gehouden. Onderliggende motivatie van de Nederlandse overheid hierbij was dat voor alle Nederlanders er een sterk voorzieningsniveau op centrale plekken aanwezig moet zijn. Perifere gelegen winkellocaties vielen derhalve af omdat ze niet voor iedereen goed bereikbaar zouden zijn. Daarnaast trachtte de overheid door een restrictief centraal detailhandelsbeleid aan te hangen, de mobiliteitsdruk alsmede de druk op het milieu te beperken (Evers, 2005, Jacobs 2007). Vanaf de jaren '90 veranderde dit beleid met de komst van planmatige en geselecteerde PDV en GDV terreinen. Dit betroffen winkelconcentraties aan de randen van de grote steden ten behoeve van grootschalige detailhandel. Walen (2005) vult daarop aan dat PDV en GDV winkelgebieden door beleidsmakers expliciet als uitzondering op de functionele winkelhiërarchie werden benoemd.

Binnen stedelijke gebieden zijn er verschillende soorten winkelmilieus in termen van kwaliteit en passantenaantallen te identificeren. Het deel van het winkelgebied met het hoogste aantal passanten wordt meestal als A1 winkelgebied getypeerd. Het aantal passanten in het A1 deel is het hoogste aantal binnen het gehele winkelgebied. Hierdoor krijgen nabijgelegen winkelgebieden, waar minder passanten lopen ten opzichte van het A gebied, de typering B of C. Tabel 1 heeft de classificaties van de verschillende gebieden weer (Locatus, 2016):

**Tabel 1: Classificering winkelgebieden Nederland (Locatus, 2016)**

Passantenklasse	Percentage passanten van het maximum
A1	75-100%
A2	50-75%
B1	25-50%
B2	10-25%
C	5-10%

Op basis van het aantal passanten kunnen ondernemers inschatten hoeveel omzet er op die locatie mogelijk valt te maken. De marktconforme huurprijs is veelal een afgeleid bedrag middels een percentage van de hoeveelheid omzet die een retailer verwacht te realiseren. DTZ Zadelhoff heeft in 2011 onderzoek gedaan naar de relatie tussen het aantal passanten en de markthuurprijs voor de 14 “beste” winkelstraten van Nederland. Opvallende conclusie was dat niet altijd evident is dat een hogere passantenstroom resulteert in een hogere markthuur en dat andersom in steden met een lagere markthuur er minder passanten lopen (DTZ, 2011).

**Tabel 2: Winkelgebieden Nederland (Locatus, 2016)**

Segment	Aantal verkooppunten	Leegstand verkooppunten	Totaal WVO m2	% leegstand VKP
A1	6.116	548	1.455.528	9.0%
A2	6.750	564	1.313.925	8.4%
B1	9.752	1.031	1.455.807	10.6%
B2	8.832	1.139	995.551	12.9%
C	2.401	319	211.308	13.3%
nvt	188.506	12.738	25.903.681	6.8%

Tabel 2 geeft weer hoeveel verkooppunten er momenteel per gebiedstype in Nederland aanwezig zijn. Onder n.v.t. vallen alle winkels die niet tot bovenstaande classificering behoren (Locatus, 2016). Conclusie is dat veruit de meeste verkooppunten niet behoren tot de segmenten A tot en met C. De totale Nederlandse winkelvoorraad en de ontwikkeling daarvan wordt door Locatus doorlopend bijgehouden. Tabel 3 geeft per type winkelgebied het aantal verkooppunten, het totale winkelvloeroppervlak (WVO in m2) en het percentage leegstand van het WVO weer. Opvallend is dat Nederland relatief veel kleine winkelconcentraties zoals buurt- en kleine wijkcentra kent.

**Tabel 3: Winkelgebiedstypen Winkelgebieden (Locatus, 2016)**

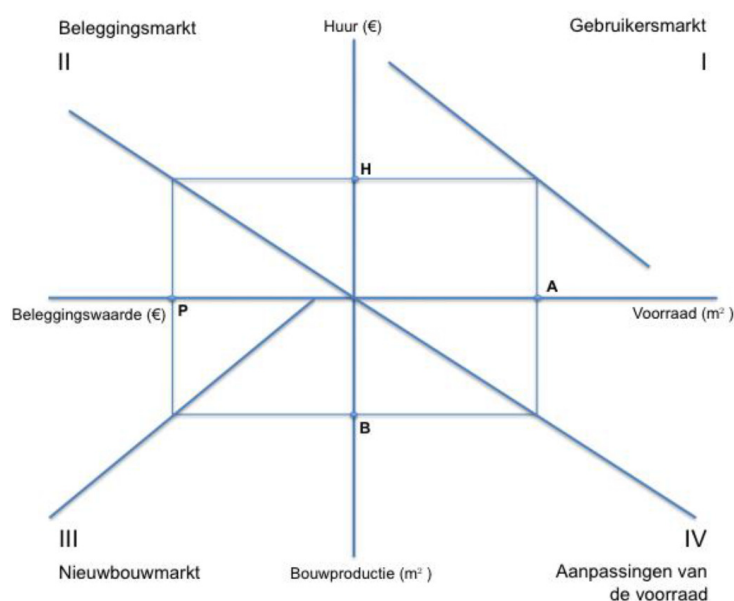
Winkelgebiedstypering	Aantal Winkelgebieden	Aantal Verkooppunten	Totaal WVO m2	% leegstand WVO
Binnenstad	17	22054	2104208	11.78%
Binnenstedelijke winkelstraat	59	11355	859679	6.64%
Buurtcentrum	464	6063	778518	7.03%
Grootschalige concentratie	191	4601	4876721	6.82%

<b>Hoofdwinkelgebied groot</b>	35	17600	2244231	15.81%
<b>Hoofdwinkelgebied klein</b>	81	19793	2602441	12.14%
<b>Kernverzorgend centrum groot</b>	158	19660	2412644	9.97%
<b>Kernverzorgend centrum klein</b>	641	21351	2531526	8.31%
<b>Kernverzorgend supermarktcentrum</b>	33	264	34129	4.39%
<b>Speciaal Winkelgebied</b>	19	808	132693	3.83%
<b>Stadsdeelcentrum</b>	26	2942	497071	7.91%
<b>Supermarktcentrum</b>	211	1483	385527	6.01%
<b>Wijkcentrum groot</b>	118	7221	759557	6.60%
<b>Wijkcentrum klein</b>	499	12407	1682188	6.70%
<b>Verspreide bewinkeling</b>		74755	9434667	5.87%
<b>Totaal</b>	2.552	222.357	31.335.800	

Percentueel gezien wordt de hoogste winkelleegstand gemeten in de Hoofdwinkelgebieden klein, de Hoofdwinkelgebieden groot en de Binnensteden. De hoofdwinkelgebieden betreffen vaak de locaties buiten de G15, daar waar relatief de meeste faillissementen plaatvinden (Van der Gijp, 2016).

### 2.1.2 Vierkwadrantenmodel

De winkelmarkt betreft een segment binnen het grotere geheel welke de vastgoedmarkt wordt genoemd. De winkelmarkt bestaat uit meerdere deelmarkten die met elkaar interacteren. Internationaal en nationaal onderzoek toont aan dat het model van DiPasquale & Wheaton (1996) toonaangevend is met betrekking tot het modelleren van de interactie tussen deze vier deelmarkten. DiPasquale & Wheaton verbinden vraag, aanbod en prijzen aan de verschillende deelvastgoedmarkten: de gebruikersmarkt, de beleggingsmarkt, de nieuwbouwmarkt en de voorraadmarkt. Onderstaande figuur geeft het model van DiPasquale & Wheaton (1996) weer.

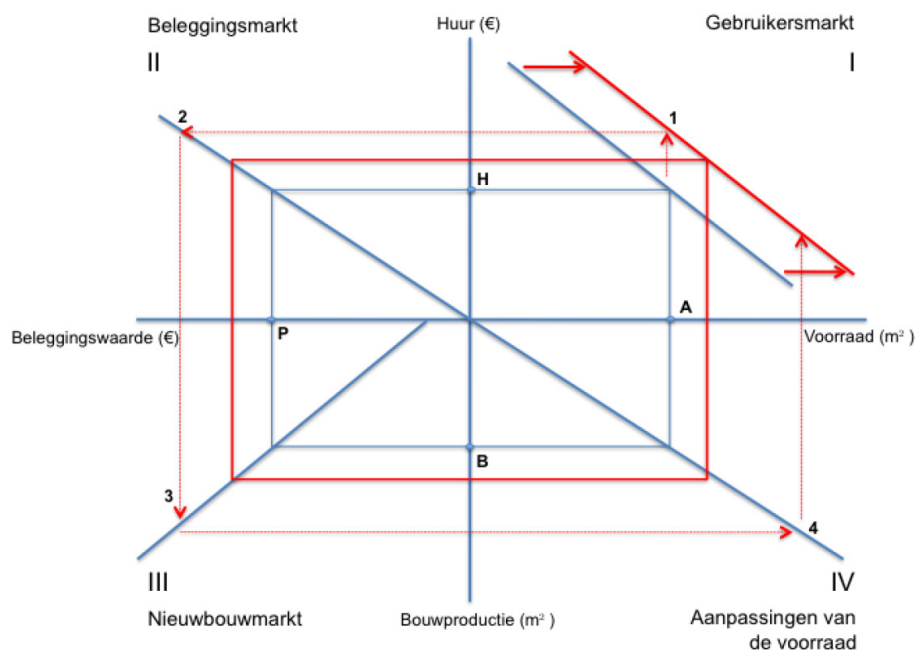


Figuur 2: Evenwichtssituatie: vierkwadrantenmodel (DiPasquale & Wheaton, 1992)



Het model begint rechtsboven, hier staat de marktvraag naar winkelruimten centraal. Het mechanisme tussen de voorraad aan winkelvastgoed en de vraag naar winkelruimte resulteert in een (markt-) huurprijs. In het tweede kwadrant (linksboven) wordt de hoogte van het huurniveau vertaald naar een beleggingswaarde. Uitgaande van dit model dan is er een direct verband tussen de beleggingswaarde en de huurprijs. Indien de huurprijs in deze situatie gekapitaliseerd wordt dan zal dit resulteren in een beleggingswaarde. De helling van de lijn geeft de hoogte daarvan weer. Het derde kwadrant geeft de hoeveelheid nieuwbouw weer middels de bouwproductie. Een hogere beleggingswaarde resulteert in hogere vraag naar nieuwbouw. De lijn begint niet in de kern daar er sprake is van een start- drempelwaarde ten aanzien van de initiële bouwkosten. Tot slot geeft het vierde kwadrant de relatie weer tussen de winkelvoorraad en winkel nieuwbouwproductie. Een hogere productie zorgt voor een toename van de voorraad wat op haar beurt weer een uitwerking heeft op het huurniveau. Het model is continu op zoek naar een evenwichtssituatie. Het gaat er vanuit dat de vastgoedmarkt en hier expliciet de winkelmarkt efficiënt en zonder kunstmatige belemmeringen kan functioneren (Groen, 2015).

Het model geeft op relatief eenvoudige wijze aan wat er gebeurt als één van de vier deelmarkten verandert. Zo zal een toename van de winkelleegstand en dus een toename van de winkelvoorraad resulteren in een daling van de winkelhuurprijzen. Dit heeft op haar beurt weer een negatief effect op wat beleggers bereid zijn te betalen. Een nieuwe evenwichtssituatie, op een lager niveau, is ontstaan. Dit betekent ook voor leegstand. Dit is in het model een gevolg van het nieuwe evenwicht.



Figuur 3: Toename van vraag: vierkwadrantenmodel (DiPasquale & Wheaton, 1992)

Indien de markt zich herstelt en de vraag toeneemt, zal de leegstand weer worden opgenomen. Niet duidelijk is wat er gebeurt met permanente en structurele leegstand: hiermee wordt bedoeld de winkelruimtes die nooit meer gebruikt gaan worden ten behoeve van een winkelfunctie. Besselaar (2011) benadrukt hierbij dat leegstand van structurele aard geen deel uitmaakt van de gezamenlijk functionerende deelmarkten. Om leegstand toch te betrekken heeft Collwell (2002) voor de kantorensector het model verder doorontwikkeld. Structurele en niet (meer) te verhuren leegstaande kantoorgebouwen zijn toegevoegd aan het vierde kwadrant. De belangrijkste aanname

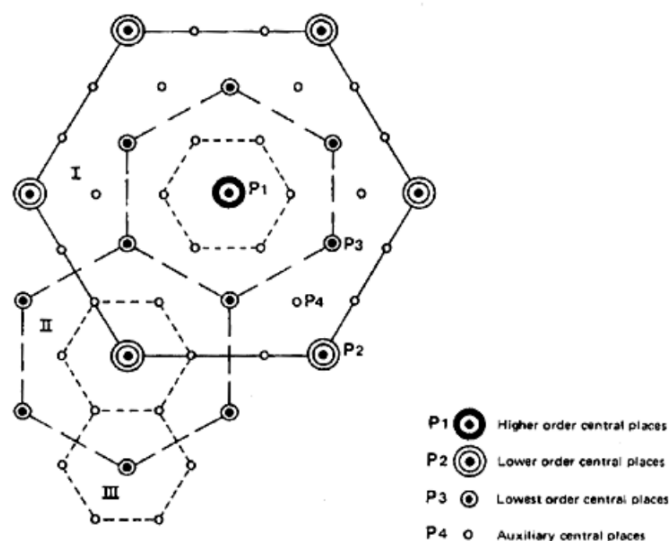


is dat incurante langdurig leegstaande kantoorgebouwen geen concurrentie zijn voor actieve voorraad zoals thans opgenomen in het model. Niet-concurrerende kantoren moeten worden afgeschreven en vallen nu feitelijk buiten het model. Daar de winkelmarkt in termen van leegstand en aanbod een vergelijkbare ontwikkeling doormaakt is de toevoeging op het model van Collwell (2002) ook op de winkelvastgoedmarkt toepasbaar. Inzichtelijk is gemaakt waarom nieuwbouw plaatsvindt, terwijl de vraag juist afneemt.

Nu de werking van de vastgoedmarkt vanuit theoretisch perspectief is geanalyseerd gaat de volgende paragraaf nader in op de locatietheorieën om inzicht te krijgen in de locatonele afwegingen van retailers.

### 2.1.2 Neoklassieke winkellocatietheorieën

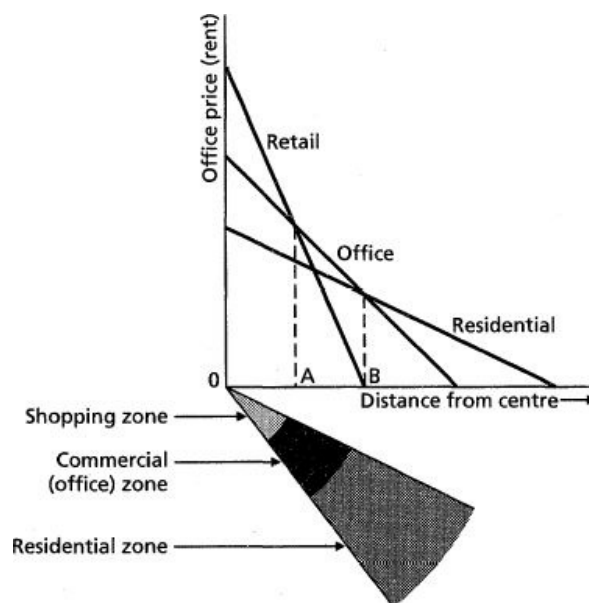
Hoewel er meerdere relevante locatietheorieën zijn, beperkt dit onderzoek zich met name tot de zogenaamde neoklassieke theorieën, met name die van Walther Christaller (1966). Juist deze theorie heeft grote impact gehad op het Nederlandse winkellandschap (Van der Post, 2004). Ze is decennialang de leidraad geweest van het Nederlandse ruimtelijke winkelbeleid. Christaller was de eerste onderzoeker die het ruimtelijk gedrag van retailers modelleerde. Christaller ontwikkelde de in de literatuur veel toegepaste en doorontwikkelde centrale plaatsentheorie (Eppli et al, 1994). Deze theorie kijkt naar de spreiding van winkelgebieden door ze te boordelen op basis van de verschillen in omvang, de afstand tussen de gebieden en het aantal functies binnen de winkelgebieden. Naarmate de afstand naar een bepaald winkelgebied (centrale plaats) voor consumenten toeneemt, nemen de kosten voor het transport toe. Indien de transportkosten te hoog worden voor consumenten heeft het winkelgebied theoretisch gezien geen bestaansrecht. Christaller suggereert dat de vraag het aanbod mogelijk moet maken. De vraag leidt ertoe dat consumenten een bepaalde afstand (met daarbij behorende te maken kosten) moet af leggen. De minimale vraag vanuit een verzorgingsgebied noemt Bolt (2003) hier de drempelwaarde. Deze drempelwaarde kan verschillen voor verschillende producten. Consumenten zijn voor een bepaald type product bereid langer te reizen (hogere transportkosten te maken). In het model van Christaller wordt volledig optimaal en rationeel keuze gedrag van consumenten verondersteld waarbij de markt geen imperfecties kent. Hierdoor ontstaat een logisch opgebouwde hexagonale structuur van winkelgebieden die elkaar overlappen. Zie hiervoor figuur 7.



Figuur 4: Centrale plaatsentheorie (bron: [www.foa.org](http://www.foa.org), 2016)

De overlappende winkelgebieden tezamen vormen hier een functionele hiërarchie. De hogere – en lagere orde winkelcentra worden gevormd door verschillende branches met duurdere en goedkopere producten. Verondersteld wordt dat men bereid is langer te reizen voor duurdere producten dan voor goedkopere producten. De verzorgingsgebieden van de verschillende centrale plaatsen worden gevormd door het netwerk tussen de centrale plaatsen.

Hiërarchische verschillen zijn er tussen steden, maar ook binnen steden. De centrale plaatsentheorie kijkt naar de verhoudingen tussen binnensteden, stadsdeel, wijk- en buurtcentra. Het verbeteren van de bereikbaarheid van bepaalde winkelgebieden, maar ook de schaalvergroting van winkelcentra leiden ertoe dat hiërarchie verandert. Het bestaansrecht van bijvoorbeeld kleinere, meer perifere gelegen kan dan komen te vervallen.



Figuur 5 Bid-renttheorie (bron: [www.aphgwhite.pbworks.com](http://www.aphgwhite.pbworks.com) 2016)

Op een lager niveau dan de centrale plaatsentheorie bevindt zich de bid-rent theorie van William Alonso (1964). Daar de centrale plaatsentheorie in eerste aanleg ontwikkeld is om op regionale schaal toe te passen, is de bid-rent theorie erop gericht stedelijke patronen te verklaren. Alonso geeft aan dat stedelijke patronen een logische samenstelling vormen als gevolg van vraag en aanbod van inelastische grondposities. Verondersteld wordt dat economische activiteiten met betrekking tot grondposities een biedingsproces tot stand brengen waarbij de activiteiten die de meeste opbrengst genereren zich de duurste locaties kunnen veroorloven. Alonso noemt de duurste locaties hier de Central Business Districts (CBD). Activiteiten die minder opbrengst genereren komen dan automatisch in aanmerking voor minder dure locaties. De activiteiten met de minste opbrengst zitten op de goedkoopste locaties. De competitie tussen verschillende economische activiteiten resulteert in een optimale en efficiënte stedelijke configuratie. Figuur 4 toont aan dat het de winkel en kantoren zijn die in of dichtbij het CBD zijn gelegen. Retailers en kantoorgebruikers kunnen meer verdienen naarmate ze meer betalen voor grond. Net als bij de centrale plaatsentheorie van Christaller wordt verondersteld dat partijen rationele en optimaal efficiënte keuzes maken. Een optimale opbrengst wordt altijd nagestreefd en er zijn geen factoren ten aanzien van de markt of het grondgebied die belemmerend werken.

Zowel Christaller als Alonso geven aan dat de stedelijke configuraties een logisch gevolg zijn van mechanismen met betrekking tot samenstelling, reistijd en verdien capaciteit. Van dit theoretische perspectief is de ideale markthuurprijs voor een retailer een afgeleide van de omzet die op expliciet die locatie behaald kan worden. Zodoende ontstaat er ruimte voor andere retailers om op andere locaties andere huurprijzen te betalen. Het geheel resulteert in een evenwichtssituatie.

## 2.2 Markthuur

Voor verhuurders is het de markthuur die aangeeft in hoeverre er een bepaald huurniveau in de toekomst naar verwachting in de markt haalbaar is, het geeft aan hoe groot het risico is dat er bij opzegging bij ommekomst van een bepaalde huurtermijn de huurprijs naar beneden of naar boven bijgesteld kan worden. Kortom, de markthuur geeft een verhuurder snel inzicht in de “waarde” van een bepaald vastgoedobject. De te verwachten cashflow bepaalt immers in grote mate de waarde van het betreffende beleggingsobject. Voor huurders werkt de markthuur op eenzelfde manier waarbij het eveneens inzicht verschaft in de huidige, maar ook toekomstige risico's. Markthuur is in eerste aanleg een subjectief begrip dat op meerdere manieren benaderd kan worden. De door institutionele partijen meest gebruikte definitie betreft die van de ROZ IPD (2007). Deze luidt als volgt:

*‘De bruto open markthuurwaarde is de jaarhuur voor het gehele object, welke op het meetmoment in de markt behaald kan worden volgens de opgave van de taxateur, uitgaande van een optimale marketing en verhuur aan de meest biedende gegadigde. Hierop worden eventuele huurconcessies, zoals huurvrije perioden en bijdragen in de inrichting, niet in mindering gebracht. Eventuele huurconcessies dienen in de kasstromen opgenomen te worden. Indien de taxateur reeds bij de bepaling van de markthuur rekening houdt met incentives, dan dient hij aanvullend op te geven welk bedrag in mindering is gebracht voor de incentives.’ (ROZ IPD, 2007: pag. 16).*

StiVAD betreft een organisatie die tot doel heeft transparantie op de vastgoedmarkt te bewerkstelligen. Het is een neutrale non profit stichting. StiVAD (2016) definieert de markthuur als volgt:

*De markthuur (ook wel bruto open markthuurwaarde genoemd) is het geschatte bedrag waarvoor een object, of ruimte binnen een object, op de taxatiedatum verhuurd zou kunnen worden tussen een bereidwillige verhuurder en een bereidwillige huurder op passende huurvoorwaarden in een marktconforme transactie, na behoorlijke marketing, waarbij de partijen geïnformeerd, zorgvuldig en zonder dwang hebben gehandeld. De markthuur wordt meestal uitgedrukt in een bedrag per m<sup>2</sup> verhuurbaar vloeroppervlak. Het is in de regel exclusief servicekosten, BTW en huurconcessies (verhuurincentives). Er is naar ons oordeel geen inhoudelijk verschil met de huurwaarde, zij het dat de huurwaarde vaak wordt gezien als de jaarhuur voor het gehele object.’ (StiVAD, 2016)*

Omdat ook StiVAD de markthuur definieert zonder de incentives te verwerken komt deze definitie bij benadering overeen met die van de ROZ IPD. Het is uiteindelijk echter de taxateur die invulling geeft aan het begrip markthuur. Essentie bij de bepaling van de markthuur is dat aangenomen moet worden dat:

- ✓ er sprake is van een optimale marketing;
- ✓ partijen zorgvuldig handelen zonder dwang;
- ✓ verhuurd wordt aan de meest biedende gegadigde;
- ✓ en dat incentives en/of huurconcessies niet op de markthuur in mindering worden gebracht maar worden uiteindelijk verrekend met de kasstromen in de DCF waardering.

Binnen de definities zijn er tal van arbitraire zaken waar men discussie over kan voeren. Zo is het niet geheel duidelijk wanneer er sprake is van passende huurvoorwaarden, of dat men kan spreken van een optimale marketing en/of er zorgvuldig gehandeld is. De winkelmarkt betreft immers een relatief heterogene markt wat eenduidigheid ten aanzien van deze subjectieve variabelen lastig doet controleren. In onderhavige studie wordt verder de definitie van de ROZ-IPD gehanteerd.

### 2.3.1 Invloedsfactoren op de markthuur

Onderzoek naar de determinanten van markthuur valt onder te verdelen in enerzijds studies naar de ruimtelijke en meer functionele kenmerken en anderzijds naar de niet-ruimtelijk te duiden eigenschappen. De die reden wordt vaker gekeken naar ruimtelijke kenmerken die wel of niet en in een bepaalde mate in relatie tot een winkelobject zijn te becijferen. Ten Have (2007), een van de grondleggers als het gaat om het identificeren van waarde bepalende factoren, maakt onderscheid tussen externe factoren en interne factoren. Deze markthuurwaarde bepalende factoren zijn generiek voor alle vastgoedcategorieën. Tabel 4 geeft de door Ten Have gedefinieerde factoren weer.

Tabel 4: Markthuur bepalende factoren (Ten Have, 2007)

Interne factoren	Externe factoren
-Fysieke omgeving (object zelf);	-Marktomgeving (vraag/aanbod afzet);
-Economische kwaliteit (cashflow mogelijkheden);	-Economische omgeving (vraag/aanbod);
-Juridische kwaliteit (gebruiksmogelijkheden);	-Wettelijke omgeving;
-Sociale omgeving.	

Haringsma (2002) en Bolt (2003) trachten markthuurwaarden nauwkeurig te bepalen door in te zoomen op drie huurniveaus, te weten het micro-, meso- en macroniveau. Ondanks dat Haringsma het over “invloedsfactoren” heeft en Bolt het zogenaamde “werkkracht bepalende factoren” noemt, wordt bij benadering hetzelfde beoogd. Tot het macroniveau behoren in beide studies de eigenschappen van het winkelcentrum waartoe de betreffende winkelunit hoort. Het gaat dan met name om zaken die beperkt door retailers zijn te beïnvloeden zoals het verzorgingsgebied, de omvang van het winkelcentrum en de relatieve ligging ten opzichte van concurrerende winkelgebieden. Het mesoniveau gaat over zaken die zich in het winkelcentrum zelf afspelen, zoals ligging in het centrum, aanwezigheid van belangrijke trekkers en loopstromen. De aspecten die behoren tot het microniveau hebben direct te maken met de winkelunit. Het gaat dan om de fysieke indeling van het pand, de aanwezigheid van verdiepingen maar ook het succes van de ondernemer of de formule die wordt gevoerd.

### 2.3.2 Vaststellen van de markthuur

Om de markthuur van een specifieke winkellocatie vast te stellen worden meerdere methodieken gehanteerd. Voor het bepalen van de markthuur bij winkelvastgoed wordt tegenwoordig met name de vergelijkingsmethode (comparatieve benadering) toegepast. Daarnaast zijn er nog de ITZA-methode en de overall methode (Mols, 2006 en Rigter, 2011).

Van deze drie benaderingen wordt de vergelijkingsmethode het meest toegepast omdat deze het meest zuiver inspeelt op de invloed van vraag en aanbod van een betreffende winkellocatie op een bepaald moment. De vergelijkingsmethode vergelijkt de gerealiseerde huurprijzen van goed vergelijkbare winkelobjecten. Het gaat dan met name om factoren zoals bij 2.2.1 genoemd, de winkelstand, de hoeveelheid passanten, de bereikbaarheid en de omvang van de winkel. De referentiehurprijs zorgt er vervolgens voor dat een taxateur een herleidde huurprijs per m<sup>2</sup> kan

bepalen. Om de inschatting van de markthuur zo secuur mogelijk te doen worden in de regel meerdere referentietransacties in de vergelijking meegenomen. Indien de transacties in de tijd van elkaar verschillen dient hiervoor gecorrigeerd te worden. Het voordeel van de comparatieve methode is dat deze een duidelijk beeld geeft van vraag en aanbod tussen huurder en verhuurder en wat de “markt” bereid is te betalen voor een specifieke winkellocatie en vastgoedkwaliteit. Het nadeel van deze methode is dat er wel goed referenties voor handen moeten zijn. De voorraad winkelvastgoed is zeer heterogeen. Het vinden van juiste referenties is derhalve secuur werk en niet altijd goed mogelijk.

Naast de vergelijkingsmethode wordt bij bepaling van de markthuurwaarde in veel mindere mate de ITZA-methode gehanteerd. De ITZA-methodiek gaat er in de basis vanuit dat winkelruimten, net zoals bij de vergelijkingsmethode, met elkaar te vergelijken zijn. Echter, de ITZA-methodiek verdeelt het te verhuren winkelvloeroppervlak in “zones”. Het idee achter de ITZA-methodiek is dat de meeste omzet gerealiseerd kan worden op het meest courante deel van de winkel. Dit gedeelte van de winkelruimte, vaak de eerste meters vanaf de winkelstraat, wordt de A-zone genoemd en krijgt 100% van de door de taxateur bepaalde waarde toebedeeld. De overige delen die verder in de winkel zijn gelegen krijgen vervolgens de labels B en C en representeren elk een percentage van de A-zone. Welk deel en welk percentage wordt eveneens door de taxateur bepaald.

De overall methode kijkt specifiek naar de begane grond van vergelijkbare winkellocaties (Rigter, 2011). Deze methode corrigeert de totale huurprijs door een correctie toe te passen voor verdiepingsmeters en meters in de kelder. Het betreft een vrij ruime inschatting en kan daarom meer als richtinggevend ten aanzien van de marktconforme huurprijs gezien worden. Deze methode wordt voornamelijk toegepast bij hele grote winkelruimtes zoals warenhuizen en bouwmarkten, maar ook bij relatief kleine winkelunits, zoals snack- afhaalwinkelruimten.

In de regel wordt door Nederlandse taxateurs de vergelijkingsmethode gehanteerd. Deze methode is relatief eenvoudig en geeft, indien er voldoende referentietransacties voor handen zijn, een accuraat beeld van de markthuur. Daarnaast moet er inzicht zijn in de incentives die zijn verstrekt bij de totstandkoming van de referentiehurprijzen.

### 2.3.3 Incentives

Binnen de vastgoedsector is het gebruikelijk incentives te verstrekken bij het aangaan van een nieuwe huurovereenkomsten. Het betreffen feitelijk tegemoetkomingen vanuit verhuurderszijde, vaak in ruil voor een hogere huurprijs en/of langere looptijd. Muissen (2008) voegt daaraan toe dat incentives binnen de vastgoedsector bepaalde huisvestingskeuzes mogelijk maken. Het betreffen afspraken tussen huurder en verhuurder die buiten de standaard ROZ richtlijnen om worden vastgelegd (Ziermans, 2015). Bij bepaling van de markthuur wordt verondersteld dat verhuurd wordt aan de meest biedende partij, er sprake is van een optimale marketing, er wordt gehandeld zonder dwang en waarbij de incentives inzichtelijk zijn. Zo niet, dan zal dit een vertekend beeld geven van de (nieuw) afgesproken huurprijs. Binnen de winkelsector gaat het voornamelijk om (tijdelijke) huurkortingen, verbouwings- en inrichtingsbijdragen en huurvrije perioden. Ondanks het feit dat de winkelmarkt op eenzelfde wijze functioneert als de kantoor- en bedrijfsruimtemarkt loopt de markt voor kantoor- en bedrijfsruimte voorop in termen van absolute en relatieve omvang van de incentives. Winkelhuurders worden in veel gevallen verleid middels incentives, om daarmee de waarde van het vastgoed te optimaliseren of te stabiliseren. Verhuurders kunnen zo langer vasthouden aan een bepaald markthuurniveau. In dat geval zorgen incentives ervoor dat fluctuaties in de markthuurwaarden van gebouwen wordt verminderd, met als gevolg dat de volatiliteit van de markthuurwaarde gering is (Muissen, 2008).

Van taxateurs wordt verwacht dat er wordt gecorrigeerd voor incentives. Een eventuele koper zal deze immers eveneens moeten verstrekken indien ook het betreffende contract over gaat. Doordat de huurprijs in veel gevallen wordt beïnvloed door incentives zal bij bepaling van de markthuurwaarde op basis van referenties hier rekening mee gehouden moeten worden. Het is daarom noodzakelijk dat de afspraken hieromtrent duidelijk tussen huurder en verhuurder zijn vastgelegd, en dat deze worden gedeeld met de taxateur.

#### 2.3.4 De institutionele context: Wetgeving (bedrijfsruimten art. 7.290 BW)

In Nederland zijn huurder en verhuurder vrij om een bepaalde huurprijs overeen te komen en daarbij bepaalde afspraken te maken. Winkelhuurders genieten in Nederland vanuit de dwingend rechtelijk een hoge mate van bescherming met betrekking tot looptijden, huurprijzen en contractsbeëindigingen zoals bij faillissementen of indeplaatsstellingen. De oorsprong van deze bescherming bevindt zich in de gedachte dat retailers geïnvesteerd hebben in een bedrijf (van waarde) en deze op een bepaald moment op een bepaalde locatie exploiteren. Verondersteld wordt dat de waarde van de onderneming mede afhankelijk is van de locatie.

Voor de markthuur is het zogenaamde art 7:303 BW ten aanzien van de herzieningshuurprijs van groot belang. In Nederland is bij wet geregeld dat zowel huurders als verhuurders na ommekomst van de eerste huurtermijn en vervolgens om de vijf jaar (na eerdere vaststelling) bij de rechter kunnen vorderen dat de huurprijs opnieuw wordt vastgesteld. Het huurprijsherzieningssysteem conform art. 7.303 valt onder het dwingend recht. In het BW staat deze regeling als volgt beschreven.

##### *BW Art 7.303 lid 1*

*Zowel de huurder als de verhuurder kunnen vorderen dat de rechter de huurprijs, zo deze niet overeenstemt met die van vergelijkbare bedrijfsruimte ter plaatse, nader zal vaststellen:*

*-A indien de overeenkomst voor bepaalde tijd geldt, na afloop van de overeengekomen duur;*

*-B in alle andere gevallen, telkens wanneer tenminste vijf jaar zijn verstreken sinds de dag waarop de laatste door partijen vastgestelde huurprijs is ingegaan of waarop de laatste door de rechter vastgestelde huurprijs is gevorderd (BW Boek 7, 2016).*

De nieuw vastgestelde of vast te stellen huurprijs wordt de huurherzieningswaarde genoemd en betreft in feite de afgeleide van de markthuurwaarde. Deze kan echter substantieel afwijken van deze markthuur. De herzieningshuurwaarde is gebaseerd op duidelijk vergelijkbare bedrijfsruimten welke ter plaatse zijn gelegen en waarbij de referentiehuur gebaseerd is op de gemiddelde huurprijs van vijf voorgaande jaren, ook wel de referentieperiode genoemd. De in artikel 7.303 genoemde uitgangspunten “ter plaatse” en “duidelijk vergelijkbaar” zijn arbitrair en zijn zodoende vatbaar voor meerdere interpretaties. Verouden (2015) geeft aan dat de meeste gerechtelijke geschillen dan ook gaan over deze twee criteria. Bij het begrip “ter plaatse” worden in eerste aanleg bedoeld dat referenties fysiek in de buurt moeten zijn gelegen mee genomen kunnen worden. Het gaat dan om winkelunits in bijvoorbeeld het zelfde winkelcentrum of in dezelfde straat. Zijn deze niet goed vergelijkbaar dan is taxateur aangewezen op referenties uit andere winkelkernen, gemeenten of zelfs provinciën. Hierbij wordt de taxateur geacht de uitgangspunten op dit punt te corrigeren. Dit is een kwalitatief en subjectief proces. De mate van vergelijkbaarheid tussen de objecten is eveneens bediscussieerbaar. Mols (2006) noemt de volgende drie elementen die van belang zijn bij bepaling van de vergelijkbaarheid: de aard van het gebouwde, de functionele aanwendbaarheid en de omvang van het gehuurde. Met name wordt gekeken naar de fysieke toestand. Het feitelijk gebruik wordt in mindere mate meegewogen.

Het bepalen van de markthuur van een specifieke te verhuren winkelruimte is aan de taxateur. Enerzijds moet hij een inschatting maken van de in 7.303 BW bedoelde herzieningshuur (op basis van goed vergelijkbare referenties uit het verleden) en anderzijds wat de markt op dit moment bereid is te betalen. De praktijk leidt er vaak toe dat er grote verschillen ontstaan tussen de markthuur en de 303- herzieningshuur. Ter illustratie, op de Lijnbaan te Rotterdam, de A1 winkelstraat, zal de herzieningshuur in de regel onder de vigerende markthuur liggen. Dit komt doordat de vraag naar winkelruimte op deze locatie hoger is dan het aanbod. Vrije marktwerking zorgt ervoor dat de markthuren onder druk staan. De 303 herzieningsmethodiek kijkt naar transacties vijf jaar terug in de tijd en loopt derhalve continu achter op de actuele vraag-aanbod verhouding en het effect daarvan op wat nieuwe huurders bereid zijn te betalen. Het is aan de taxateur om de herzieningshuur en de markthuur accuraat en gefundeerd in te schatten. De rol van de taxateur is om die reden van grote waarde.

### 2.3.5 Richtlijnen taxateurs

Taxateurs staan onder sterk toezicht en hebben zich zodoende te houden aan veel regels en richtlijnen. Dit is niet verwonderlijk gelet op de enorme belangen die gebaat zijn bij een juiste en accuraat vastgestelde marktwaarde van vastgoed. Lage percentuele schommelingen kunnen in de vastgoedsector in absolute zin snel tot op- en/of afwaarderingen van enkele miljoenen euro's leiden.

De ROZ-IPD vastgoedindex heeft voor haar leden taxatierichtlijnen opgesteld waaraan men dient te voldoen. Dit om de rendementen onderling met elkaar te kunnen vergelijken. De meeste grote institutionele beleggers hebben zich aan de ROZ IPD geconformeerd. Taxaties kunnen zodoende slechts op twee manieren uitgevoerd worden: via de conventionele BAR/NAR methode of via de Discounted Cashflow (DCF) Methodiek (ROZ, 2013).

De BAR/NAR methode gaat uit van:

- 1) de huidige kasstroom gebaseerd op de markthuur;
- 2) correctie ten behoeve van marktconforme exploitatielasten;
- 3) kapitalisatie middels een door de taxateur onderbouwd rendement (BAR of NAR);
- 4) correctie op de waarde van bepaalde kosten zoals de contante waarde van de verwachte leegstand voor de eerste verhuur en achterstallig onderhoud.

De DCF Methode gaat uit van:

- 1) contante waarde van de te verwachten toekomstige kasstromen;
- 2) aannname van een disconteringsvoet;
- 3) aannname van een waarde op eind van de beleggingsperiode/ een exityield.

In de praktijk worden objecten voornamelijk zowel middels een BAR/NAR berekening als via een DCF berekening gewaardeerd. De twee waarden dienen dan bij benadering op hetzelfde niveau uit te komen. De taxateur geeft uiteindelijk één waarde af maar moet deze via beide methoden onderbouwen. De belangrijkste subjectieve en de meest bediscussieerde variabelen in beide modellen zijn de hoogte van de markthuur, de disconteringsvoet en de referenties die daaraan ten grondslag hebben gelegen.

Om de kwaliteit en transparantie van het taxatieproces te verbeteren is in 2012 het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) opgericht. Dit platform is geïnitieerd door het NBA (Nederlandse Beroepsorganisatie voor Accountants) en is feitelijk een gevolg van de zorgen die accountants hadden ten aanzien van waarderingen van de almaar groeiende hoeveelheid leegstaande kantoren en winkels. Dit in het belang van de stakeholders, de belangrijkste: financiers, beleggers,



toezichhouders en accountants. De juistheid, de realiteit en de nauwkeurigheid van de aannames, waaronder bepaling van de markthuur, herzieningshuur, disconteringsvoet en uiteindelijke marktwaarde worden geacht hierdoor sterk te verbeteren. In mei 2013 is de publicatie “Goed gewaardeerd vastgoed” verschenen waarin 28 aanbevelingen worden gedaan, verdeeld over vijf hoofdcategorieën (PTA, 2014). De vijf hoofdcategorieën met de kern en essentie van de daartoe behorende aanbevelingen worden in bijlage 1 beschreven.

### 2.3.6 Markthuur bij nieuwe verhuur

Bij leegstand of opzegging, faillissement of een andersoortige contractsbeëindiging zullen beleggers overgaan tot eerste verhuur of wederverhuur van het object. Dit betekent concreet dat verhuuractiviteiten middels een marktconsultatie, veelal door makelaars uitgevoerd, plaats zal vinden. Op het moment dat een verhuurtransactie heeft plaatsgevonden zal deze door de taxateur meegenomen moeten worden in de waardering. Kortom, op dat moment is er een nieuwe referentie ontstaan waarop een toekomstige markt- en herzieningshuur gebaseerd kan worden (ROZ IPD, 2007). Het gaat om de onverkorte jaarhuur, waarbij geen rekening wordt gehouden met huurconcessies en incentives zoals huurvrije perioden en bijdragen in de inrichting.

Relevant is dat de markthuur vertraagd reageert op gerealiseerde huurprijzen. Dit effect dat ook wel smoothing wordt genoemd, betekent dat in een neergaande markt, waarbij de leegstand oploopt en waar huurprijzen onder druk staan, de markthuur vertraagd afgewaardeerd wordt. De markthuur is in een dergelijke situatie hoger dan vraag en aanbod op dat moment tot stand brengen. Andersom, in een opgaande markt komt het geregeld voor dat de markthuur lager wordt meegenomen door een gebrek aan recentere referentietransacties. Pas als de verhuurtransacties volledig afgerond zijn, wat betekent dat de huurovereenkomsten getekend zijn, werken ze als maatstaf voor de markthuur. Uiteraard moeten deze gegevens voor de taxateur beschikbaar zijn.

### 2.3.7 Tussentijdse contractherzieningen

Marktomstandigheden kunnen ertoe nopen dat overeenkomsten tussentijds worden opengebroken om zo voor beide partijen (verhuurder en huurder) nieuwe conveniërende voorwaarden overeen te komen. Om dit te doen hebben partijen uiteenlopende redenen. Een veel voorkomende reden voor een tussentijdse contractherziening heeft betrekking op het opnieuw tot stand brengen van een gezonde bedrijfsvoering van de huurder. Vaak gaat het om een huurverlaging van de huurlasten in ruil voor een nieuwe langere looptijd en dus meer zekerheid voor de verhuurder. De actuele en voor partijen inzichtelijk gemaakte vigerende markthuurprijs kan als leidraad fungeren. De lagere huurlasten verminderen zodoende het risico op gedwongen voortijdige bedrijfsbeëindigingen (surseance van betaling of faillissement).

Contractherzieningen hebben een vergelijkbaar effect op de markthuur als hiervoor beschreven bij nieuwe transacties: de markthuur volgt de nieuw gerealiseerde huurprijzen. Aanpassing gebeurt alleen frequenter. Aanpassing van de markthuur als gevolg van een nieuwe transactie, normaliter in navolging op de “natuurlijke” onderhandelingsmomenten zoals na een vijfjarige of tienjarige contractstermijn, wordt versneld door meer tussentijdse contractherzieningen.

## 2.4 Insolventie

Er is volgens de wet sprake van een insolventie wanneer een onderneming of persoon zich in een dusdanige toestand bevindt waarbij hij zijn schulden niet meer kan voldoen. Dit kunnen zowel natuurlijke als rechtspersonen betreffen. Insolventie heeft in Nederland met betrekking tot de detailhandel twee regelingen: de surseance van betaling en het faillissement (Polak, 2002).



Bij een surseance van betaling is er slechts sprake van een uitstel mogelijkheid van de huurder tot betaling van de schuldeisers. Men kan dit uitstel aanvragen bij de rechter. Bij een surseance van betaling bepaalt de rechter de periode dat schuldeisers niet betaald hoeven worden. Een partij wordt zo in de gelegenheid gesteld om orde op zaken te stellen. Ondernemers kunnen in die periode bijvoorbeeld met leveranciers en het personeel onderhandelen over een betalingsregeling of zelfs kwijtschelding van een deel van de schuld realiseren. Surseance van betaling wordt veelal gezien als het voorstadium van een faillissement. Bij een surseance van betaling wordt in de relatie huurder-verhuurder in de regel de achterstallige huur bevroren en zal de huurder trachten een huurverlaging overeen te komen om zodoende een faillissement af te wenden. Ditzelfde zal de huurder trachten te bewerkstelligen bij zijn toeleveranciers en waar mogelijk te saneren in het personeelsbestand.

Indien een crediteur in het geheel niet over kan gaan tot betaling van de schuldeisers dan kunnen (rechts)personen zelf hun eigen faillissement aanvragen. Dit gebeurt bijvoorbeeld indien een huurder zijn huurverplichting jegens de verhuurder niet kan voldoen en de huurder zelf daarom zijn faillissement aanvraagt. Andersom kunnen de crediteuren, bij het uitblijven van huurbetalingen, het faillissement van de betreffende retailer aanvragen. Dit laatste gebeurt in de regel vaker. Een faillissement heeft betrekking op het gehele vermogen van de schuldenaar ten behoeve van alle gezamenlijke schuldeisers. Dit wordt het faillissementsbeslag genoemd. Schuldeisers hebben binnen het vermogensrecht het recht om prestaties – veelal gelden – van de schuldenaar te vorderen. Verhuurders kunnen samen met bijvoorbeeld toeleveranciers en andere crediteuren de aanvraag indienen.

Nadat er een faillissementsbeslag is gelegd kan er overgegaan worden tot de executie van het vermogen. Het faillissement zal openbaar gemaakt moeten worden zodat ook derden partijen geïnformeerd worden. Belangrijk is de gefailleerde eigenaar blijft over de zaak, goederen en van bijvoorbeeld de huurovereenkomst, maar dat de beschikking daarover en de bevoegdheid bij de curator is komen te liggen.

#### 2.4.1 Faillissementswet

In de Faillissementswet (Fw) zijn alle procedures, rechten en plichten omtrent een faillissement vastgelegd. Kern van de wet is dat ondanks een beslag op een vermogen, de (rechts)persoon zelf bevoegd blijft rechtshandelingen uit te voeren. De gefailleerde (rechts)persoon blijft dus bevoegd maar verliest alleen de beschikking over zijn vermogen en/of het beheer daarover. Een faillissementsaanvraag wordt over het algemeen vaak ingezet om de debiteur aan te manen aan zijn verplichting te voldoen. Het is dus feitelijk een pressiemiddel om zo de kansen op betaling te vergroten.

Nadat er een faillissement is uitgesproken zal er een curator aangesteld worden die belast is met het beheer en de verdeling van de baten die uit de boedel komen. De failliet blijft eigenaar van de boedel. Er bestaat enige onduidelijkheid over de rol van de curator. Polak (2002) benadrukt in dit kader dat het in ieder geval niet zo is dat de curator wettelijk gezien de vertegenwoordiger is van de gefailleerde partij, maar dat de curator slechts bewindvoerder is die gerechtelijk is aangesteld.

#### 2.4.2 Gevolgen faillissement bij huur van bedrijfsruimten

Op het moment dat een huurder failliet wordt verklaard treedt artikel 39 van de faillissementswet in werking. Dit artikel geeft het volgende aan (Art 39 Fw, lid 1):

*“Indien de gefailleerde huurder is, kan zowel de curator als de verhuurder de huur tussentijds doen eindigen, mits de opzegging geschiede tegen een tijdstip, waarop dergelijke overeenkomsten naar plaatselijk gebruik eindigen. Bovendien moet bij de opzegging de daarvoor overeengekomen of*

*gebruikelijke termijn in acht genomen worden, met dien verstande echter, dat een termijn van drie maanden in elk geval voldoende zal zijn. Zijn er huurpenningen vooruitbetaald, dan kan de huur niet eerder opgezegd worden, dan tegen de dag, waarop de termijn, waarvoor vooruitbetaling heeft plaats gehad, eindigt. Van de dag der faillietverklaring af is de huurprijs boedelschuld.” (Art 39. Fw, 2016)*

Waar mogelijk zal de curator trachten de huurovereenkomst voort te zetten. Mocht dit niet mogelijk zijn dan zal de curator kiezen voor het opzeggen van de huurovereenkomst richting de verhuurder. Een doorstart van de onderneming op basis van aangepaste voorwaarden zal door de curator vaak als wenselijk worden gezien (Ooijen, 2011). Partijen moeten het dan wel eens worden over de “voorwaarden” waarop continuering mogelijk is.

Mocht een andere partij zich bij de curator gemeld hebben ten behoeve van een overname van het gefailleerde bedrijf dan kan de curator overwegen de huurovereenkomst over te laten nemen en/of in de plaats te doen stellen. De Indeplaatsstellingsregeling staat beschreven in art 7:307 BW en is bedoeld om ondernemingen over te dragen aan een opvolger. Hierbij speelt de *goodwill* van de bepaalde winkellocatie, als onderdeel van het totale bedrijf, een zwaarwegende rol. Het belang van de verhuurder om zelf een huurder te mogen selecteren weegt in deze minder zwaar dan het onvrijwillig moeten accepteren van een nieuwe huurder. De nieuwe huurder neemt alle rechten en verplichtingen van de vorige huurrelatie over. Ook eventuele achterstanden komen bij een Indeplaatsstelling voor rekening van de nieuwe huurder. Om een Indeplaatsstelling “af te dwingen” moet de huurder aantonen dat (Oijen, 2011):

- a) Er daadwerkelijk sprake is van een bedrijfsoverdracht;*
- b) Het bedrijf in het gehuurde daadwerkelijk geëxploiteerd wordt.*

Bij ziekte van de huurder of bij faillissementen mag de bedrijfsvoering enige tijd gestaakt worden om daarna alsnog gebruik te maken van de Indeplaatsstellingsregeling (Jongbloed, 2014). Belangrijk is wel dat overdracht van de huurovereenkomst via een Indeplaatsstelling alleen mogelijk is indien het bedrijf wordt overgedragen. De nieuwe huurder wordt geacht eenzelfde of een bij benadering zelfde bedrijf voort te zetten in de gehuurde ruimte. Elementen zoals overname van *goodwill* en personeel spelen hierbij een essentiële rol. Bij geschillen bepaalt de rechter, welke van geval tot geval de casus zal beoordelen, of er sprake is van een bedrijfsoverdracht. Wordt een bedrijf niet overgedragen, maar gaan wel bepaalde onderdelen zoals de huurovereenkomst over, dan is sprake van een “reguliere” contractovername. Een dergelijke contractovername wordt geregeld in artikel BW 6 Art 159 (BW, 2016)

- a) Een partij bij een overeenkomst kan haar rechtsverhouding tot de wederpartij met medewerking van deze laatste overdragen aan een derde bij een tussen haar en de derde opgemaakte akte.*
- b) Hierdoor gaan alle rechten en verplichtingen over op de derde, voor zover niet ten aanzien van toekomstige of reeds opeisbaar geworden rechten of verplichtingen anders is bepaald.*

Het belangrijkste element bij een contractovername conform Art 6.159 BW is dat het noodzakelijk is dat de wederpartij, de verhuurder in deze, zijn medewerking verleent. Om dit te formaliseren dient er een drie-partijen overeenkomst opgesteld te worden waaraan a) de nieuwe huurder, b) de oud huurder en c) de verhuurder zich verbindt.

Bij faillissement kan de verhuurder de huurovereenkomst opzeggen op basis van art 39 fw. Dit artikel maakt het voor verhuurders mogelijk afstand te nemen van een slecht betalende, insolvabele, huurder. Wel kan parallel daaraan de curator, indien hij een opvolgend huurder heeft, een vordering

tot Indeplaatsstelling instellen. Deze actie zal de opzegging van de verhuurder doorkruisen. In dat geval heeft de opzegging van de verhuurder geen werking. Voor verhuurders betekent dit concreet dat na een faillissement de curator slechts de mogelijkheid heeft een Indeplaatsstelling af te dwingen indien er sprake is van een bedrijfsoverdracht. In dat geval zullen de vigerende huurvoorwaarden gecontinueerd worden en zal er dus geen andere huurprijs overeengekomen worden. Dit wordt anders indien er sprake is van huurprijsonderhandelingen met betrekking tot nieuwe voorwaarden. In dat geval zal er tussen verhuurder en (opvolgend) huurder een huurprijs overeen gekomen worden.

## 2.5 Huurprijs en markthuur na faillissement

Een faillissement betekent in de praktijk dat een verhuurder direct een (deel) van zijn huurpenningen, waar hij conform de huurovereenkomst recht op zou hebben, moet afschrijven. Dit is geheel afhankelijk van de omvang van de boedel en de vordering van de overige schuldeisers. Na de faillissementsdatum duurt het vaak nog minimaal drie maanden totdat er enig zicht is op het terug ontvangen en het wederom fysiek ter beschikking krijgen van de getroffen winkelruimte. In de tussentijd blijft het gehuurde in gebruik bij de betreffende huurder en/of de curator. Er wordt meestal geen huur betaald en wordt ook de exploitatie gestaakt. In de regel worden huurbetalingen vanuit de insolvente huurders direct stop gezet door de curator om zodoende het belang van de totale boedel, waar ook andere schuldeisers aanspraak op maken, te dienen. De achterstand cq. claim van de verhuurder op de boedel neemt analoog aan het verstrekken van betaaltermijnen toe. Ten aanzien van de verhuurde situatie zijn er voor verhuurders vier mogelijke scenario's denkbaar:

- 1) De winkelruimte komt leeg. De curator is er niet in geslaagd een doorstart overname te realiseren of de overname partij heeft geen belang bij onderhavige locatie. Verhuurder zal nieuwe verhuur moeten opstarten (LEEGSTAND/VOLLEDIG NIEUWE VERHUUR);
- 2) Het gefailleerde bedrijf wordt overgenomen waarbij ten aanzien van de winkelruimte een indeplaatsstelling wordt afgedwongen. De huurcondities blijven hetzelfde (IDPS);
- 3) Het gefailleerde bedrijf start door. De curator heeft onderhandeld met de verhuurder ten behoeve van voor huurder betere huurcondities (BIJSTELLING HUUR);
- 4) Het gefailleerde bedrijf wordt niet volledig overgenomen. Wel neemt een partij deels de passiva en/of activa van de gefailleerde onderneming over. De derde partij heeft belang bij de locatie en onderhandelt met verhuurder over nieuwe huurcondities (BIJSTELLING HUUR).

### 2.5.1 Onderhandelingsresultaat huurprijs

De nieuwe huurprijs die bij de scenario's a), c) en d) tot stand komt vindt plaats in verschillende marktomgevingen en in verschillende onderhandelingsklimaten. Ondanks dat beide partijen bij deze scenario's de mogelijkheid hebben om de onderhandelingen te staken en met een derde partij een huurovereenkomst te sluiten, is er vaak sprake van handelen onder druk aangezien bij leegstand, frictie dan wel permanent, de verhuurder te maken krijgt met het mislopen van huur. Een snelle wederverhuur tegen een (iets) lager huurniveau zal in veel gevallen opwegen tegen een periode van leegstand en onzekerheid ten aanzien van toekomstige verhuurmogelijkheden.

Uit de literatuur blijkt dat het effect van snelle, gedwongen en druk gerealiseerde transacties is onderzocht bij woningverkoop. Het effect van een snelle, gedwongen onderhandeling ten opzichte van de huurprijs van winkelruimte is naar beste weten niet onderzocht. In dit kader hebben Campbell et al, 2010 onderzoek gedaan naar de effecten van overlijden, persoonlijke faillietverklaringen en executieveilingen op de huizenprijzen van de staat Massachusetts. Conclusie van dit onderzoek is dat de prijs van een woning sterk wordt beïnvloed door vraag en aanbod, maar dat ook ongebruikelijke

factoren, waaronder de noodzaak tot verkoop, grote effecten hebben. Benadrukt wordt in dit kader dat huizen alleen productief zijn als ze bewoond zijn. Het hebben van een leeg huis staat gelijk aan het weggooiën van dividend. Indien we dit vertalen naar huurinkomsten van winkelruimten en de onderhandelingen die daarmee gepaard gaan dan kunnen we stellen dat een verhuurder er alle belang bij heeft de winkelruimte zo spoedig mogelijk weder te verhuren. Enkele maanden (frictie) leegstand gedurende de zoektocht naar een andere opvolgend huurder benadeelt het rendement. Uit de studie van Campbell et al, (2010) blijkt dat bij executieverkopen er een 27% lagere prijs gerealiseerd wordt, bij overlijden 7% en bij faillissement gerelateerde verkopen (van de huiseigenaar) de transactieprijs 3% lager ligt. Indien een faillissement uiteindelijk als effect heeft dat een winkelruimte leeg komt kan dit ertoe leiden dat, bij een sterke vraag en beperkt aanbod, de winkelruimte snel opnieuw wordt verhuurd aan de hoogst betalende partij van dat moment. Start een bedrijf door, maar tracht de curator middels onderhandelingen een voor huurder gunstiger huurniveau te realiseren dan heeft verhuurder de mogelijkheid hier niet mee akkoord te gaan (in dat geval ontstaat er leegstand/ moet men opzoek naar een nieuwe huurder zoals genoemd onder a). Bij een directe doorstart, allicht tegen een lager huurniveau na onderhandeling, wordt in de regel voorkomen dat er een periode van frictieleegstand ontstaat tussen de oude en nieuwe huurder. Voor verhuurders kan dit een incentive zijn akkoord te gaan met een lager huurniveau. Het elimineert hier een deel van het potentiële verhuurrisico. Een Indeplaatsstelling heeft geen effect op het vigerend huurniveau aangezien wordt bedongen dat alle voorwaarde uit de betreffende huurovereenkomst worden overgenomen.

### 2.5.2 Effect markthuur op huurprijs

Eerdere onderdelen van deze studie hebben reeds aangegeven dat de markthuur in de praktijk een afgeleide is van het gemiddeld gerealiseerde huurprijsniveau ter plaatsen. De taxateur bepaalt de markthuur op basis van referentietransacties. Ondanks dat vaststelling van de markthuur een kwalitatief en deels subjectief karakter kent, kan aangenomen worden dat markthuurprijzen meebewegen op de effecten van faillissementen. De taxateur zal het nieuwe huurniveau als markthuur opnemen als deze in een vrije markt tot stand is gekomen. Wordt er onder druk door het verhoogde risico op een periode van (frictie) leegstand onderhandeld, dan zal de verhuurder mogelijk genoeg nemen met een lager huurniveau. Daarnaast komt voor dat grotere verhuurders, die meerdere winkelobjecten verhuurt aan de betreffende gefailleerde huurder, vanuit een pakketgedachte een integrale deal sluiten.

De taxateur zal beoordelen of de gerealiseerde huurprijs op dat moment het marktconforme niveau betreft of dat er sprake is van andere overwegingen. Additionele referentietransacties zullen de taxateur sterken in de vaststelling van de nieuwe markthuurprijs voor de betreffende winkellocatie. Doordat een toename van faillissementen enerzijds vaak resulteert in veel volatiliteit van de gerealiseerde (nieuwe) huurprijzen en er anderzijds sprake is van verminderde transparantie, is het voor taxateurs een grotere uitdaging geworden een juiste markthuurwaarde af te geven.

Alvorens over te gaan tot toetsing van de centrale hypothese wordt in hoofdstuk 3 eerst dieper in gegaan op de gebruikte data.

## Hoofdstuk 3 Data

Het theoretisch kader heeft een basis gelegd ten aanzien van de vraag met betrekking tot het effect van een faillissement op de markthuurlaan van een specifieke winkelunit. De hypothesen behorende tot de hoofdvraag en deelvragen worden getoetst middels statistische analyses. Daarbij wordt gebruik gemaakt van een omvangrijke verhuur- transactiedatabase van de institutionele vastgoedbelegger Syntrus Achmea Real Estate & Finance. In dit hoofdstuk wordt stilgestaan bij de kern van het databestand, de variabelen, de representativiteit, de operationalisering en de betrouwbaarheid.

### 3.1 Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Syntrus Achmea Real Estate & Finance, hierna Syntrus genoemd, is een vermogensbeheerder voor institutionele partijen zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Syntrus belegt voor haar klanten in vastgoed en hypotheeklen en heeft daarnaast een eigen projectontwikkelingsafdeling. De totale portefeuille van Syntrus is ruim 15 miljard euro qua omvang. Daarmee zijn ze in Nederland de grootste winkel- en woningbelegger. De winkelvastgoedportefeuille van Syntrus omvat bijna 2,4 miljard euro verdeeld over ruim 400 objecten en ca. 1800 huurovereenkomsten, allen gelegen in Nederland. Ten behoeve van dit onderzoek is gebruik gemaakt van een dataselectie van 1.346 winkelruimten. Deze winkelruimten zijn gedurende de periode 2010 tot en met 2015 steeds in Q4 van dat jaar getaxeerd.

### 3.2 Dataset

De dataset was initieel opgebouwd uit 29 variabelen. Doordat er over een periode van tijd meerdere observaties op verschillende momenten van meerdere variabelen is gemeten, is er sprake van een multidimensionale dataset. Binnen de statistiek wordt dit ook als paneldata aangeduid. In dit onderzoek zijn alle variabelen op meerdere momenten in de tijd geobserveerd per winkelunit. Tabel 5 geeft een volledig overzicht van de variabelen weer die in eerste aanleg in de dataset aanwezig waren.

Tabel 5 Variabelen overzicht (Syntrus Achmea, eigen bewerking, 2016)

Variabele	Afkorting	Omschrijving
Casenummer	<b>Cnr</b>	Het nummer van de case. Het casenummer blijft gelijk gedurende de observaties Q4 2010 t/m 2015
Fail 0=Nee, 1= Ja	<b>Fly/n</b>	Is sprake van een faillissement gedurende de observaties Q4 2010 t/m 2015. 1= Ja 0 = Nee
Fail Wan	<b>Flwan</b>	Vanaf welke observatie is sprake van een faillissement. Voor deze periode =0 na datum faillissement =1
Volgorde	<b>Volg</b>	Volgorde van laag naar hoog 2015=1, t/m 2010=6.
Periode	<b>PerTax</b>	Periode waarin is getaxeerd. Dit betreffen de Q4 perioden van de jaren 2010 t/m 2015.
Jaar	<b>Yr</b>	Jaar waarin de observatie heeft plaatsgevonden
Eenheid adres	<b>Adr</b>	Adres van de betreffende winkelunit
Eenheid postcode	<b>Pstc</b>	Postcode van de betreffende winkelunit
Plaats	<b>Plts</b>	Plaats waarin de betreffende winkelunit is gelegen
Provincie	<b>Provc</b>	Provincie waarin de betreffende winkelunit is gelegen
Bouwjaar	<b>Bj</b>	Bouwjaar winkelunit
Aankoopdatum	<b>Ankpd</b>	Datum waarop Syntrus de winkelunit heeft aangekocht
Object categorie	<b>ObjCat</b>	Categorie, winkelunit is onderdeel van winkelcentrum of betreft solitaire winkel
Winkeltypologie	<b>TypSar</b>	Winkeltypologie aangehouden volgens Syntrus
ROZ/IPD segmentatie	<b>ROZseg</b>	Algemene typologie volgens ROZ-IPD

ROZ-IPD winkelsegmentstype (ROZ-IPD)	<b>ROZWseg</b>	Winkeltypologie volgens ROZ-IPD
ROZ-IPD Winkellocatietypologie (ROZ-IPD)	<b>ROZsegCod</b>	Typologie van Syntrus is volledig overeenkomstig met de ROZ/IPD segmentatie.
Vastgoed subtype	<b>VgSubT</b>	Vastgoedsubtype volgens Syntrus
Huurdernaam	<b>HrdN</b>	Naam en/of entiteit huurder
Huurdergroep	<b>HrdGr</b>	Groep en/of entiteit huurder waar huurder en/entiteit deel van uitmaakt. Waar van toepassing
Contract ingangsdatum	<b>CntrlIn</b>	Ingangsdatum van contract
Contract expiratedatum	<b>CntrEx</b>	Expiratedatum van contract
Oppervlakte	<b>Opp</b>	Winkelvloer oppervlakte van betreffende winkel
Theor. Jaarhuur ultimo jaar	<b>HptheoJr</b>	Theoretische Jaarhuur einde Jaar
Markthuur ultimo jaar	<b>Mhjaar</b>	Getaxeerde Markt jaarhuur einde Jaar
Mate van oververhuur of onderverhuurd ultimo jaar in €	<b>OvOnEUR</b>	Mate van onder of oververhuur of onderverhuurd ultimo jaar in €.
Mate van oververhuur of onderverhuurd ultimo jaar in %	<b>OvOn%</b>	Mate van onder of oververhuur of onderverhuur ultimo jaar in %.
Categorisering	<b>OvOnCat</b>	Mate van onder of oververhuur of onderverhuur ultimo jaar, geoperationaliseerd.

### 3.3 Dataselectie & operationalisatie

De gehanteerde data is afkomstig van de interne database van Syntrus. Deze database is afgeleid van de interne bedrijfsadministratie. Om tot een bruikbare selectie van variabelen te komen zijn er 15 variabelen verwijderd. Tabel 6 geeft deze variabelen weer en beschrijft waarom ze zijn verwijderd.

**Tabel 6: Verwijderde variabelen (Syntrus Achmea, eigen bewerking, 2016)**

Variabele	Afkorting	Beschrijving, waarom verwijderd
Divisie nummer	<b>DvNr</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Divisie naam	<b>DvNm</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Filter hier op Asset manager	<b>AM</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus, was nodig voor opbouw dataset
Assetmanager per jaar	<b>Amy</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus, was nodig voor opbouw dataset
Object nummer	<b>ObjNr</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Objectnaam	<b>ObjNm</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Eenheid nummer	<b>EenhNr</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Vastgoed subtype Winkeltypologie (SAREF)	<b>VgSubT</b>	Typologie van Syntrus is volledig overeenkomstig met de ROZ/IPD segmentatie.
Uniek nummer	<b>UnkNr</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Compleet	<b>Cmpl</b>	Geeft aan of dossier compleet is. Voor intern gebruik binnen Syntrus
Contract nummer	<b>CntrNr</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Objectstatus	<b>ObjStat</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
Verkoopdatum	<b>Vkpd</b>	Voor intern gebruik binnen Syntrus
VH oppervlakte	<b>OppVH</b>	Geen accurate meetgegevens. Voor intern gebruik binnen Syntrus
LG oppervlakte	<b>OppLG</b>	Geen accurate meetgegevens. Voor intern gebruik binnen Syntrus
Opmerkingen	<b>Opmer</b>	Geen opmerkingen aanwezig

De dataset is Like for Like gemaakt. Dat wil zeggen dat alle aan- en verkopen van objecten binnen de periode 2010 t/m 2015 zijn verwijderd. Syntrus werkt voor verschillende fondsen, in deze eigenaren van de betreffende winkelpanden. Indien aan- en verkopen onderling tussentijds hebben plaatsgevonden dan zijn deze ook verwijderd. De objecten die tussen 2010 t/m 2015 bij de Asset Managers in portefeuille aanwezig waren zijn opgenomen in de dataset. Deze opschoning heeft plaatsgevonden om zo alleen volledige reeksen met gegevens per winkelunit over te houden.

De faillissementen worden niet expliciet en als zodanig bij Syntrus geregistreerd. Feitelijk wordt door Syntrus een faillissement geadmistreerd alsof er een contract is geëindigd, oftewel een mutatiemoment. Hierdoor wordt een faillissement in de data niet anders geïdentificeerd dan bijvoorbeeld een geëindigd contract doordat verhuurder en huurder een afkoopvergoeding zijn overeengekomen. Indien er een doorstart plaats heeft gevonden onder een nieuwe bedrijfsentiteit dan is er sprake van een nieuwe huurder en bij vertrek wordt er leegstand opgenomen.

De faillissementen in de dataset zijn geselecteerd door de verantwoordelijke Asset Managers. In totaal werken er bij de Business Unit winkelbeleggingen zes Asset Managers die allen een deel van de portefeuille onder eigen verantwoordelijkheid hebben. Aan de Asset Managers is gevraagd om de kolom Fail (0=Nee, 1= Ja) en de kolom Fail Wan (wanneer het faillissement heeft plaatsgevonden) te vullen.

### 3.4 Dummy- en nieuw aangemaakte variabelen

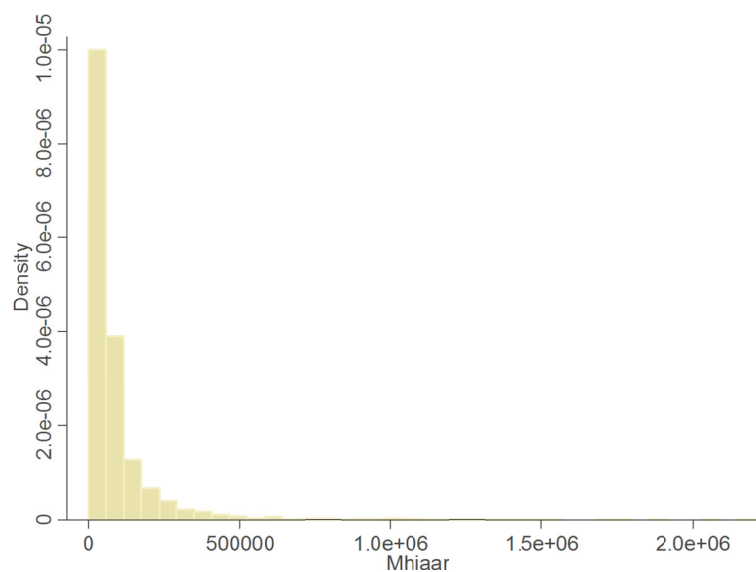
Er zijn dummyvariabelen aangemaakt om de nominale variabelen die niet direct aan een schaal zijn gekoppeld wel in de analyses te betrekken. Deze nieuwe variabelen zijn aangemaakt om ten behoeve van de statistische waarde (Logaritmes) of om de interactie tussen twee reeds bestaande variabelen inzichtelijk te maken. Tabel 7 geeft achtereenvolgens weer de dummyvariabele en de nieuwe variabelen, hoe deze zijn opgebouwd en waar deze voor dienen in dit onderzoek.

**Tabel 7: Nieuw aangemaakte (dummy) variabelen (Syntrus Achmea, eigen bewerking, 2016)**

Variabele	Afkorting	Dummy/Nieuw	Omschrijving
LogMhjaar	LnMhjaar	Nieuw	Om de percentuele verschillen van de markthuur ontwikkeling te meten. Het logaritme hier betreft een exponent van de mhjaar.
Interactieterm faillissement	Inter	Dummy	Is Flyn * Flwan, geeft de interactie aan binnen de groep met faillissementen. Nodig bij de Difference in Difference analyse.
Vorige Huurder	VorigeHuurder	Nieuw	Om het effect van faillissementen op de markthuur te vergelijken met het effect op faillissementen bij reguliere mutaties te meten is deze variabele nodig
Mutatie	Mutatie	Dummy	Geeft aan of er in dat jaar wel of geen sprake is van een mutatie ten opzichte van het voorgaande jaar.
Markthuurverandering absoluut	HuurVer	Nieuw	Geeft aan het absolute verschil in markthuur voor en na mutatie
Markthuurverandering percentueel	huurVernd~g	Nieuw	Geeft aan het percentuele verschil in markthuur voor en na mutatie
Jaren	YearDum1-YearDum6	Dummy's	Geven per jaar de observaties
Provincies	ProvincDum1-ProvincDum12	Dummy's	Geeft weer de gegevens verspreid over de provinciën. Dummy per provincie is aangemaakt.
ROZ-IPD winkelloccatietyologie (ROZ-IPD)	TypSarC1-TypSarC9	Dummy's	Geeft weer hoe de observaties zijn verdeeld over de winkelloccatietypen. Per winkelloccatietype is één dummy aangemaakt.
ROZ-IPD winkelsegmentstypen (ROZ-IPD)	RozwsegDum1-RozwsegDum12	Dummy's	Geeft weer hoe de observaties zijn verdeeld over de winkelsegmenten. Per segment is één dummy aangemaakt.

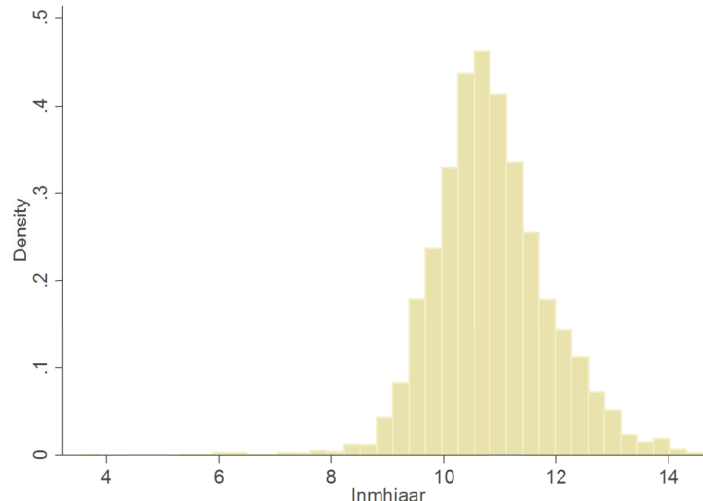
Mate van onder- en oververhuur	<b>OvonMIN3 – OvonPlus3</b>	Dummy's	Deze zijn aangemaakt om de mate van over- en onderverhuur – gecategoriseerd – mee te nemen in de regressieanalyse. Per categorie is één dummy aangemaakt:  -3      -10%      -      >-10% -2      -5%      -      -10% -1      0%      -      -5% 0      0%      -      0% 1      0%      -      5% 2      5%      -      10% 3      10%      -      >10%
Logaritme Theorj	<b>Lnhptheorjr</b>	Nieuw	Logaritme van de theoretische jaarhuur
G15 winkelsteden	<b>G15dum</b>	Dummy	Amsterdam, Utrecht, Den Haag, Rotterdam, Breda, Arnhem, Enschede, Haarlem, Zwolle, Nijmegen, Groningen, Maastricht, Tilburg, Eindhoven en Den Bosch (Van der Gijp, 2016).
Jaarinteractie dummy	<b>JrDum-Inter 1- JrDum-Inter 4</b>	Dummy's	Interactiedummy Jaren met Inter
Interactie-ROZ-IPD winkellocatietypologie (ROZ-IPD)	<b>TyDum-Inter1- TyDum-Inter9</b>	Dummy's	Interactiedummy ROZ-IPD winkellocatietypologie met Inter.
Interactie-ROZ-IPD winkelsegmentstypen (ROZ-IPD)	<b>Rozseg-Inter1- Rozseg-Inter12</b>	Dummy's	Interactiedummy ROZ-IPD winkelsegmentstype met Inter.
Interactie- Ovon	<b>OvonInter1- OvonInter3</b>	Dummy's	Interactiedummy OvonMIN3 –OvonPlus3 met Inter
Interactie- G15	<b>G15-Inter</b>	Dummy's	Interactiedummy G15dum met Inter
Interactie- Mutatie	<b>Mutatie-Inter</b>	Dummy's	Interactiedummy met Mutatie met Inter

De centrale afhankelijke variabelen binnen dit onderzoek, de markthuur (*mhjaar*), is ten behoeve van de regressieanalyses naar logaritmes omgezet. Hiervoor is de dummyvariabele *Lnmhjaar* aangemaakt.



**Figuur 6** Histogram Mhjaar – LnMhjaar





Figuur 7 Histogram Mhjaar – LnMhjaar

De logaritme is hier een automatisch uitgevoerde rekenkundige bewerking van de markthuur en is een exponent van een vooraf vastgesteld grondgetal waarbij de uitkomst gelijk is aan de markthuur. Het werken met een logaritme voor de markthuur maakt het mogelijk om de effecten te interpreteren in procenten.

Daarnaast maken logaritmes hier de dataset 'normaal verdeeld' en spelen uitbijters een mindere rol. Figuur 5 geeft de verdeling weer van de totale markthuur in euro's. Figuur 7 histogram geeft van dezelfde dataset de markthuur weer in logaritmes.

### 3.4.1 Afhankelijke variabelen

In dit onderzoek is er één centrale afhankelijke variabele, de markthuur (*mhjaar*).

#### *Markthuur*

De markthuur is een gegeven welke binnen Syntrus door de externe taxateur wordt aangeleverd. Zoals in hoofdstuk 2 van deze studie aangegeven is, betreft het hier een extern en op onderdelen arbitrair en subjectief getal. In dit onderzoek wordt per verhuurbare eenheid, lees: winkelruimte, de markthuur meegenomen. De markthuur zoals deze in de dataset is verwerkt is conform onderstaande definitie (zie paragraaf 2.3).

*De bruto open markthuurwaarde is de jaarhuur voor het gehele object, welke op het meetmoment in de markt behaald kan worden volgens de opgave van de taxateur, uitgaande van een optimale marketing en verhuur aan de meest biedende gegadigde (ROZ, 2007).*

### 3.4.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabelen zijn de variabelen waarvan in dit onderzoek vermoed wordt dat ze invloed hebben op de afhankelijke variabelen: de markthuur of de huurverandering. In tabel 7 en 8 worden de onafhankelijke de variabelen weergegeven.

#### *Faillissementen*

De voor dit onderzoek centrale en belangrijkste veronderstelling betreffen de variabelen die aangeven of er wel of niet sprake is geweest van een faillissement *Fly/n* en wanneer dit was *F/wan*. Het effect van faillissementen op de markthuur wordt bepaald door de winkelruimte(n) te "volgen" waar faillissementen binnen de meetperiode plaats hebben gevonden. Daar waar faillissementen hebben plaatsgevonden zijn deze gemarkeerd in de dataset. Tabel 8 geeft deze weer.

Tabel 8: Onafhankelijke variabele ten behoeve van faillissement

Variabele	Afkorting	Omschrijving
Casenummer	<b>Cnr</b>	Het nummer van de case. Het casenummer blijft gelijk gedurende de observaties Q4 2010 t/m 2015
Fail 0=Nee, 1= Ja	<b>Fly/n</b>	Is sprake van een faillissement gedurende de observaties Q4 2010 t/m 2015. 1= Ja 0 = Nee
Fail Wan	<b>Flwan</b>	Vanaf welke observatie is sprake van een faillissement. Voor deze periode =0 na datum faillissement =1

De overige onafhankelijke en controlerende variabelen die expliciet nodig zijn om de deelvragen te beantwoorden worden in tabel 9 weergegeven. Verondersteld wordt dat deze variabelen eveneens van invloed zijn op de afhankelijke variabele, maar waar een relatie minder evident lijkt. Deze variabelen zijn allen direct nodig om de hypothesen behorende tot de deelvragen te toetsen.

Tabel 9 Onafhankelijk controlerende variabelen

Variabele	Afkorting	Omschrijving
ROZ-IPD winkelsegmentatie	<b>ROZWsegCod</b>	Winkeltypologie volgens ROZ-IPD, geoperationaliseerd (ROZ, 2016)
ROZ-IPD winkellocatietypologie	<b>Tygsar</b>	Winkeltyping volgens ROZ-IPD standaard van SAREF (ROZ, 2016)
Theor. Jaarhuur ultimo jaar	<b>HptheoJr</b>	Theoretische Jaarhuur einde Jaar (SAREF)
Mate van onder en oververhuur Categorisering	<b>OvOnCat</b>	Mate van over- verhuurd of onderverhuurd ultimo jaar, geoperationaliseerd
G15 sterke winkelsteden	<b>G15</b>	Amsterdam, Utrecht, Den Haag, Rotterdam, Breda, Arnhem, Enschede, Haarlem, Zwolle, Nijmegen, Groningen, Maastricht, Tilburg, Eindhoven en Den Bosch (Van der Gijp, 2016)
Mutatie variabele	<b>Mutatie</b>	Geeft aan of er in dat jaar wel of geen sprake is van een mutatie ten opzichte van het voorgaande jaar.
Jaar interactie dummy	<b>JrDum-Inter 1- JrDum-Inter 4</b>	Tonen het effect van faillissementen op de markthuur per jaar na een faillissement.

*ROZ-IPD Winkelsegmentatie*

1. Binnenstad
2. Binnenstedelijke winkelstraat
3. Buurtcentrum
4. Grootschalige concentratie
5. Hoofdwinkelgebied groot
6. Hoofdwinkelgebied klein
7. Kernverzorgend centrum groot
8. Kernverzorgend centrum klein
9. Speciaal winkelgebied
10. Stadsdeelcentrum
11. Verspreide bewinkeling
12. Wijkcentrum groot
13. Wijkcentrum klein

*ROZ-IPD Winkellocatietypologie*

1. Gemengd gebruik Overig
2. Grote steden-Primair
3. Grote steden-Secundair
4. Middelgrote steden-Primair
5. Middelgrote steden-Secundair
6. Grote buurt- en wijkcentra
7. Kleine buurt- en wijkcentra
8. Kleine stadscentra
9. PDV/GDV-locaties

### *Theoretische jaarhuur*

De formele definitie luidt als volgt (ROZ, 2007): *Totaal van de bruto-huuropbrengst (in het kalenderjaar) verhoogd met de markthuur van leegstaande verhuurbare eenheden minus de huurvrije perioden/huurkortingen.*

In dit onderzoek worden per verhuurbare eenheid (lees: winkelruimte), de theoretische huurinkomsten meegenomen. In verhuurde staat zijn dit de bruto huurinkomsten. In niet verhuurde, of niet volledig verhuurde staat, betreft wordt aangevuld met de markthuur conform taxatie. De theoretische jaarhuur volgt uit de huuradministratie van Syntrus en is intern bepaald.

### *Mate van over- en of onderverhuur*

De mate van over- en of onderverhuur betreft het residu tussen de markthuur en de theoretische huurinkomsten. Dit geeft aan in hoeverre de huidige huurprijs een afspiegeling vormt van wat de markt in vrije omstandigheden bereid zou zijn te betalen. Om de mate van onder- of oververhuur bij de analyse te betrekken is deze reeds bewerkt. Het percentuele verschil gemeten (*OvonPerc*) is gekoppeld aan een 7- punts-schaal lopende van -3 t/m +3, en waarbij 0 impliceert dat de markthuur gelijk is aan de theoretische jaarhuur (*OvOnCat*). Dit laatste is feitelijk alleen het geval bij 100% leegstand aangezien dan de voor de theoretische jaarhuur de markthuur wordt ingevuld. Deze variabelen zijn van belang bij het bepalen of de mate van onder- en of oververhuur effect heeft op de markthuur na een faillissement.

### *G15 sterke winkelsteden*

Voor de G15 sterkste winkelsteden wordt in dit onderzoek gebruik gemaakt van de door Van der Gijp, 2016 gefineerde lijst sterkste winkelsteden. Dit betreffen niet per definitie de gemeenten met de meeste inwoners. De G15 bestaat uit de steden Amsterdam, Utrecht, Den Haag, Rotterdam, Breda, Den Bosch, Eindhoven, Tilburg, Maastricht, Enschede, Nijmegen, Arnhem, Zwolle, Haarlem en Groningen.

### *Mutatie*

De Mutatieanalyse kijkt naar het effect van wel of geen mutatie en naar het effect van wel of geen faillissement. De mutatieanalyse maakt gebruik van de dummyvariabele Mutatie welke in de dataset de variabele huurdernaam (*hrdn*) controleert op de huurdernaam van het voorgaande jaar. De volgende uitkomsten zijn er a) huurderentiteit is veranderd naar nieuwe naam of, b) de huurderentiteit is veranderd naar leegstand. Is één van deze van toepassing, dan wordt verondersteld dat er een mutatie heeft plaatsgevonden. De dummyvariabele Mutatie meet alle mutaties, dus ook mutaties als gevolg van faillissementen. In de analyse zijn vanaf 2011 t/m 2015 de mutaties meegenomen. De mutaties van 2009 naar 2010 zijn niet in de dataset opgenomen.

## 3.5 Betrouwbaarheid en validiteit

De ruwe gegevens zijn door Syntrus Achmea Real Estate & Finance aangeleverd vanuit de afdeling MidOffice. Deze afdeling houdt zich primair bezig met het administreren, controleren en rapporteren van alle financiële gegevens voor en richting de opdrachtgevers van Syntrus. Syntrus is een institutionele beleggingsinstelling en moet voldoen aan de meest actuele en hoogste accountants- en rapportage standaarden.

In de dataset zijn de variabelen die direct betrekking hebben op faillissementen handmatig toegevoegd en/of verwerkt. De professionele kennis van de verschillende Asset Managers is hierbij ingezet.

De betrouwbaarheid van de gehele dataset is op meerdere manieren getoetst. Zo zijn alleen de gegevens meegenomen waarbij de data over de gehele meetperiode (2010 t/m 2015) voor handen was. Vervolgens is er, per *cnr*, gecontroleerd op duplicaten in de gegevens. De aanwezige duplicaten zijn uit de dataset verwijderd.

De markthuur, als centrale thema in dit onderzoek, laat Syntrus meerdere malen per jaar vaststellen door gerenommeerde taxateurs. Dit betreffen hier DTZ Zadelhoff, Jones Lang LaSalle, CBRE en Colliers. Deze partijen waarderen de portefeuille van Syntrus periodiek. Zoals beschreven in het theoretisch kader staan deze taxateurs onder sterk toezicht.

### 3.7 Descriptive statistics

Bij de Descriptive Statistics wordt een globaal beeld gegeven van de samenstelling van de variabelen op basis van kengetallen en overzichtsfijguren. In totaal hebben er 7.906 observaties plaatsgevonden, voor elke unit zijn het er 6. Afhankelijk van de analyse en de gekozen variabelen varieert het aantal statistisch te hanteren observaties. Voor elk jaar vanaf 2010 tot en met 2015 is er één observatie. Zoals beschreven bij de operationalisatie van de data zijn er enkele cases verwijderd in verband met dubbele gegevens en/of onvolledigheid in de datareeks. Tabel 10 geeft een integraal overzicht van de spreiding en de gemiddelden van alle in deze studie gebruikte variabelen.

Tabel 10 Decriptive Statistics, onderzochte variabelen

	MEAN	STD. DEV	MINIMUM	MAXIMUM
Markthuur	91.720.02	149.399.90	36	2.208.681.00
Log Markthuur	1.084.826.00	1.033.264.00	3.583.519.00	1.460.791.00
Theoretische jaarhuur	93.518.63	150.058.60	242	1.760.185.00
Log Theoretische jaarhuur	1.088.682.00	102.266.00	5.489.103.00	1.438.093.00
Over- onder verhuur %	-0.01	0.72	-409.375.00	1.00
Dum Faillissementen (Treatment)	0.09	0.29		
Dum Faillissementen wanneer	0.05	0.21		
Jaar	2.012.501.00	1.707.686.00	2.010.00	2.015.00
Mutaties	0.10	0.30		
Oppervlakte	439.18	985.88	9	133889.00
Dum Binnenstad	0.27	0.44		
Dum Binnenstedelijke winkelstraat	0.01	0.11		
Dum Buurtcentrum	0.01	0.10		
Dum Grootchalige concentraties	0.03	0.17		
Dum Hoofdwinkelgebied Groot	0.16	0.36		
Dum Hoofdwinkelgebied Klein	0.11	0.31		
Dum Kern verzorgend centrum Groot	0.21	0.40		
Dum Kern verzorgend centrum Klein	0.06	0.23		
Dum Stadsdeelcentrum	0.07	0.26		
Dum Verspreide bewinkeling	0.00	0.06		
Dum Wijkcentrum Groot	0.03	0.18		
Dum Wijkcentrum Klein	0.05	0.21		
Dum Gemengd gebruik overige	0.00	0.06		
Dum Grote steden-Primair	0.27	0.44		
Dum Grote steden-Secundair	0.02	0.14		
Dum Middelgrote steden-Primair	0.28	0.45		
Dum Middelgrote steden-Secundair	0.18	0.38		

Dum Grote buurt- en wijkcentra	0.06	0.24
Dum Kleine buurt- en wijkcentra	0.09	0.29
Dum Kleine stadscentra	0.09	0.28
Dum PDV/GDV-locaties	0.02	0.12
Dum G15	0.33	0.47
Dum OvonMIN3	0.13	0.34
Dum OvonMIN2	0.05	0.22
Dum OvonMIN1	0.08	0.27
Dum OvonMIN0	0.09	0.29
Dum OvonPLUS1	0.16	0.37
Dum OvonPLUS2	0.15	0.36
Dum OvonPLUS3	0.32	0.47
Dum Drenthe	0.05	0.23
Dum Flevoland	0.01	0.11
Dum Friesland	0.04	0.19
Dum Gelderland	0.15	0.36
Dum Groningen	0.00	0.06
Dum Limburg	0.02	0.13
Dum Noord-Brabant	0.12	0.32
Dum Noord-Holland	0.14	0.34
Dum Overijssel	0.05	0.21
Dum Utrecht	0.08	0.27
Dum Zeeland	0.01	0.10
Dum Zuid-Holland	0.34	0.47

---

Periode dataverzameling	2010-2015
Waarnemingen	7.906.00

---

Tabel 10 geeft aan dat de markthuur gemiddeld EURO 91.720,02 is met een maximum van EUR 2.208.681. Het gemiddelde van de theoretische jaarhuur is bij benadering gelijk met EUR 93.518,63. Het maximale bedrag waarvoor wordt verhuurd is daarentegen substantieel lager met EUR 1.760.185. De markthuur correleert met 0.9664 sterk positief met de theoretische jaarhuur. Indien de huurprijs zich positief ontwikkelt dan zal de markthuur zich ook positief ontwikkelen en andersom. Dit sterkt de aanname dat de belangrijkste afhankelijke variabele in dit onderzoek, de markthuur, een juiste weergave van de werkelijkheid geeft. Van alle observaties behoort 9% tot de *treatment* group. Dit betekent dat van alle geobserveerde winkelunits 9% te maken heeft gehad met een faillissement gedurende de gemeten periode.

Van alle observaties vanaf 2011 is 10% van de huurovereenkomsten gemuteerd. Hier is a) de huurderentiteit veranderd naar een nieuwe naam of, b) de huurderentiteit veranderd naar leegstand. Is een van deze van toepassing dan wordt verondersteld dat er een mutatie heeft plaatsgevonden. Absoluut hebben er van de 1.317 winkelunits 782 mutaties plaatsgevonden. Sommige winkelunits hebben te maken gehad met meerdere mutaties binnen die periode. Het aantal faillissementen in deze zelfde periode komt op 119 (713/6).

De dummyvariabelen behorende tot het ROZ-IPD winkelsegmentstype (*Rozsegw*) geven aan in wat voor type winkelconcentratie de geobserveerde winkelunits zijn gelegen. Gemiddeld is van alle observaties 27% gelegen in de Binnensteden, gevolgd door 21% in de Kernverzorgende centra groot. Er zijn nauwelijks observaties in de segmenten Binnenstedelijke Winkelstraat en Buurtcentrum.

De dummyvariabelen behorende tot de door ROZ-IPD en SAREF gehanteerde winkellocatietypologie (*TypSarco*) geeft aan dat 28% van de observaties hebben plaatsgevonden in de Middelgrote steden-Primair gevolgd door de Grote steden- primair met 27%.

De dummyvariabele G15 geeft aan dat 33% van de geobserveerde winkelunit in de door Van der Gijp, (2016) gedefinieerde lijst meest aantrekkelijke winkelsteden is gelegen.

De mate van onder- en of oververhuur is gecategoriseerd middels een zevenpuntenschaal. Van alle geobserveerde winkelunits heeft 13% een huurprijs die meer dan 10% onder de markthuur is gelegen. 9% van alle observaties heeft een huurprijs die gelijk is aan de markthuur. Hieronder vallen ook de winkelunits die op “leegstand” staan. Meer winkelunits zijn fors oververhuurd. 32% van alle geobserveerde winkelunits hebben een huurprijs die meer dan 10% boven de markthuur is gelegen. 16 % van alle observaties heeft een huurprijs die 5% en 10% boven de markthuur is gelegen.

Kijken we naar de ruimtelijke spreiding van de observaties dan zijn met name Zuid-Holland, NoordHolland, Noord-Brabant en Gelderland goed vertegenwoordigd met respectievelijk 2.651, 1.080, 911 en 1.194 observaties. In Groningen en in Zeeland hebben daarentegen nauwelijks observaties plaatsgevonden.

Om te beoordelen of er verschil zit in de observaties van de *treatment* group (faillissementen,  $Flyn=1$ ) en de *control* group (geen faillissementen,  $Flyn=0$ ) is tabel 11 opgesteld.

Tabel 11 Descriptive Statistics, onderzochte variabelen  $Flyn=0$  en  $Flyn=1$

	Control Group (Flyn=0)		Treatment Group (Flyn=1)	
	Mean	Std.Dev.	Mean	Std.Dev
Markthuur	87.951.54	137.342.30	129.737.70	235.976.10
Log Markthuur	108.158.00	1.029.704.00	111.755.00	1.012.622.00
Theoretische jaarhuur	90.115.09	138.691.40	127.854.80	233.251.80
Log Theoretische jaarhuur	1.085.676.00	1.026.605.00	1.119.349.00	0.93
Over- onder verhuur %	-0.00	0.70	-0.08	0.89
Dum Faillissementen (Treatment)	-	-	1.00	-
Dum Faillissementen wanneer	-	-	0.50	0.50
Jaar	2.012.50	1.707.808.00	2.012.504.00	170.765.00
Oppervlakte	409.14	834.61	742.3	1911.53
Mutaties	0.09	0.28	0.22	0.41
Dum Binnenstad	0.25	0.43	0.47	0.50
Dum Binnenstedelijke	0.01	0.11	-	-
Dum Buurtcentrum	0.01	0.10	0.01	0.12
Dum Grootchalige concentraties	0.03	0.17	0.04	0.20
Dum Hoofdwinkelgebied Groot	0.16	0.36	0.18	0.38
Dum Hoofdwinkelgebied Klein	0.11	0.31	0.07	0.25
Dum Kern verzorgend centrum	0.21	0.41	0.13	0.33
Dum Kern verzorgend centrum	0.06	0.24	0.02	0.13
Dum Stadsdeelcentrum	0.07	0.26	0.05	0.22
Dum Verspreide bewinkeling	0.00	0.06	-	-
Dum Wijkcentrum Groot	0.04	0.19	-	-
Dum Wijkcentrum Klein	0.05	0.21	0.04	0.19
Dum Gemengd gebruik overige	0.00	0.06	-	-
Dum Grote steden-Primair	0.25	0.43	0.47	0.50

Dum Grote steden-Secundair	0.02	0.13	0.04	0.18
Dum Middelgrote steden-Primair	0.29	0.45	0.23	0.42
Dum Middelgrote steden-	0.19	0.39	0.07	0.25
Dum Grote buurt- en wijkcentra	0.06	0.24	0.04	0.20
Dum Kleine buurt- en wijkcentra	0.09	0.29	0.05	0.22
Dum Kleine stadscentra	0.09	0.28	0.08	0.26
Dum PDV/GDV-locaties	0.01	0.12	0.03	0.18
Dum G15	0.32	0.47	0.49	0.50
Dum OvonMIN3	0.13	0.34	0.16	0.37
Dum OvonMIN2	0.05	0.22	0.05	0.22
Dum OvonMIN1	0.08	0.27	0.09	0.29
Dum OvonMIN0	0.09	0.28	0.15	0.35
Dum OvonPLUS1	0.17	0.37	0.13	0.33
Dum OvonPLUS2	0.15	0.36	0.15	0.36
Dum OvonPLUS3	0.33	0.47	0.25	0.44
Dum Drenthe	0.05	0.22	0.07	0.25
Dum Flevoland	0.01	0.12	-	-
Dum Friesland	0.04	0.19	0.04	0.20
Dum Gelderland	0.14	0.35	0.25	0.43
Dum Groningen	0.00	0.06	0.01	0.09
Dum Limburg	0.02	0.12	0.03	0.16
Dum Noord-Brabant	0.12	0.32	0.09	0.29
Dum Noord-Holland	0.13	0.34	0.18	0.38
Dum Overijssel	0.05	0.21	0.05	0.22
Dum Utrecht	0.08	0.27	0.06	0.23
Dum Zeeland	0.01	0.10	0.01	0.09
Dum Zuid-Holland	0.35	0.48	0.22	0.41
Periode dataverzameling	2010-2015			
Waarnemingen	7.906.00			

Tabel 11 geeft aan dat de markthuurlij van de groep observaties met faillissementen met EUR 129.737 gemiddeld substantieel hoger ligt dan in de groep zonder faillissementen met EUR 87.951. Analoog daaraan is tevens de theoretische huurprijs in de groep met de faillissementen substantieel hoger, met gemiddeld EUR 127.854 tegen EUR 90.115 in de *control group*.

Het aantal mutaties is eveneens bij de winkelunits met een faillissement substantieel hoger met 22% tegen 9%. Los van het feit dat een faillissement logischerwijs een mutatie met zich meebrengt zullen er daarnaast ook reguliere mutaties hebben plaatsgevonden.

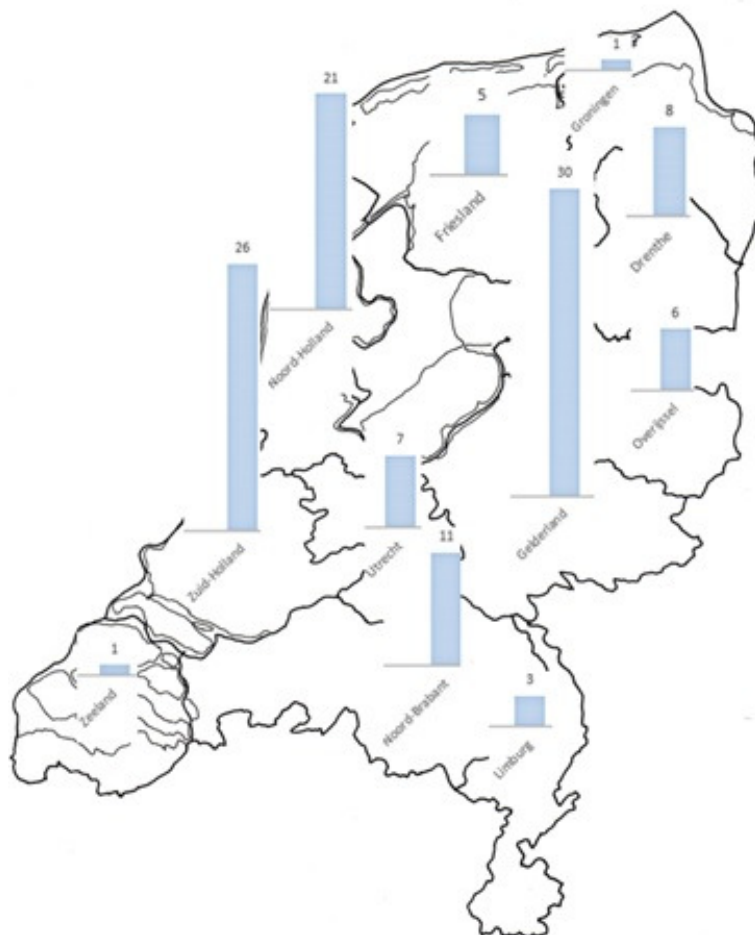
De dummyvariabelen behorende tot het ROZ-IPD winkelsegment (*Rozsegw*) geven aan in wat voor type winkelconcentratie de geobserveerde winkelunits zijn gelegen. Van de groep met faillissementen zijn relatief de meeste observaties gelegen in de Binnensteden en de Hoofdwinkelgebieden groot. Respectievelijk gaat het dan om gemiddeld 47% en 18%.

De dummyvariabelen behorende tot de door ROZ-IPD en SAREF gehanteerde winkellocatietypologie (TypSarco) geeft aan dat 47% van de faillissementen is gelegen in de Grote Steden primair gevolgd door 23% in de Middelgrote steden primair.

De dummyvariabele G15 geeft aan dat binnen de groep met de faillissementen 49% is gelegen in de door Van der Gijp, (2016) gedefinieerde lijst meest aantrekkelijke winkelsteden. Buiten de faillissementen om is 32% gelegen in de G15.

De mate van onder- en of oververhuur is gecategoriseerd middels een zevenpuntenschaal. Van de geobserveerde winkelunits met een faillissement gedurende de periode van dataverzameling heeft 16% een huurprijs die meer dan 10% onder de markthuur is gelegen. 15% van alle observaties heeft een huurprijs die gelijk is aan de markthuur. Hieronder vallen ook de winkelunits die op “leegstand” staan. Meer winkelunits zijn fors oververhuurd. 25% van alle geobserveerde winkelunits heeft een huurprijs die meer dan 10% boven de markthuur is gelegen. 15% van alle observaties heeft een huurprijs die 5% en 10% boven de markthuur is gelegen.

Kijken we naar de ruimtelijke spreiding van de groep met faillissementen dan zijn het met name Gelderland, Noord-Holland en Zuid-Holland waar faillissementen hebben plaatsgevonden. Dit heeft een relatie met het bovengemiddelde aantal observaties die in deze provincies heeft plaatsgevonden (Figuur 8).



Figuur 8: Kaart Nederland spreiding observaties per Provincie (bron: eigen bewerking 2016)

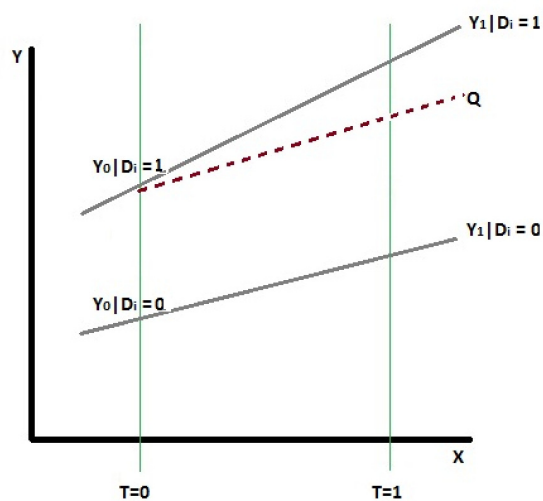


## Hoofdstuk 4 Methodologie

Om de effecten van faillissementen op de markthuur inzichtelijk te maken en om antwoord te geven op de deelvragen zullen meerdere statistische modellen toegepast worden. In dit hoofdstuk wordt de methodologie besproken die gebruikt zal worden om de hoofdvraag en de deelvragen te beantwoorden.

### 4.1 Difference in Differences

De Difference in Differences methode is een van de meest toegepaste methodes bij het bepalen van causale relaties tussen variabelen (Bertrand, Duflo en Mullainathan, 2003). Deze methode wordt veel toegepast in de sociale en economische wetenschappen. Het maakt het mogelijk om het effect van bepaalde behandelingen en/of interventies binnen een populatie te meten. De behandelde groep, ook wel “*treatment group*” genoemd, wordt vergeleken met de controle groep, ofwel de “*control group*”. Het geeft de impact weer van een onafhankelijke of verklarende variabele op de afhankelijke variabele. De gemiddelde verandering van een bepaalde variabele over een bepaalde periode van de behandelde groep wordt vergeleken met de gemiddelde verandering van dezelfde variabele en periode van de *control group*. Vervolgens wordt de gemiddelde verandering van de behandelde groep afgetrokken van de gemiddelde verandering van de *control group*. De waarde die overblijft kan dan toegewezen worden aan de behandeling (Wooldridge, 2011). Figuur 9 geeft schematisch de methodiek van de Difference in Difference methode weer.



Figuur 4: Difference in Difference methode (bron: eigen bewerking)

De lijn aangegeven door 1 geeft de behandelde groep weer, de lijn aangegeven door 0 de *control group*. De waarden van beide groepen worden gemeten in de eerste periode,  $T=0$ . Vervolgens vindt er een behandeling en of interventie plaats waarvan men het effect wil meten. De waarden voor de tweede periode,  $T=1$ , worden ook gemeten. Omdat de behandelde groep op een ander moment (op  $T=0$ ) is gestart, dient dit verschil ervan af getrokken te worden. Hiervoor wordt het dus gecorrigeerd. Hetgeen wat overblijft is het verschil tussen  $Q$  en  $Y_1 | D_i = 1$ .

In onderhavige studie zal het effect van een faillissement op de afhankelijke variabele Markthuur (*Mhjaar*) worden getoetst. De behandelde groep bestaat uit de groep winkelunits waar een faillissement heeft plaatsgevonden en de *control group* bestaat uit de overige winkelunits waar geen

faillissement heeft plaatsgevonden. De gemeten periode loopt van T=0, Q4 2010 tot T=1 is Q4 2015. Onderstaande stappen zijn gevolgd met betrekking tot het onderhavige onderzoek.:

Stap 1) Van de winkels die in de periode Q4 2010 tot en met Q4 2015 failliet zijn gegaan (*treatment group*) wordt de markthuur in Q4 2015 verminderd met de markthuur van Q4 2010. Het verschil in markthuur van de *treatment group* is het resultaat.

Stap 2) Vervolgens wordt de markthuur Q4 2015 van de *control group* verminderd met de markthuur Q4 2010. Het verschil in markthuur van de *control group* is het resultaat.

Stap 3) Om het 'normale' verschil uit de resultaten te filteren worden beide verschillen wederom van elkaar afgetrokken (*treatment – control*) waardoor het Difference Differences resultaat ontstaat.

## 4.2 Regressieanalyses

De Difference in Differences toets zal middels een regressieanalyse uitgevoerd worden. Een regressieanalyse analyseert en voorspelt de samenhang tussen één afhankelijke variabele en meerdere onafhankelijke variabelen. Het voordeel van een regressieanalyse is dat we kunnen controleren voor variabelen die de markthuur bepalen en mogelijk het effect van faillissement oppikken. De regressievergelijkingen die in dit onderzoek zijn gehanteerd zien er als volgt uit:

$$Markthuur_{IT} = \beta_0 + \beta_1 Treatment_I + \beta_2 Treatmenteffect_{IT} + \tau_T + \varepsilon_{IT} \quad (1)$$

$$Markthuur_{IT} = \beta_0 + \beta_1 Treatment_I + \beta_2 Treatmenteffect_{IT} + \beta_{3XIT} + \tau_T + \varepsilon_{IT} \quad (2)$$

$$Markthuur_{IT} = \alpha^I + \beta_0 + \beta_1 Treatment_I + \beta_2 Treatmenteffect_{IT} + \beta_{3XIT} + \tau_T + \varepsilon_{IT} \quad (3)$$

Het eerste deel van bovenstaande formules geeft het verschil aan tussen de markthuur in de *treatment group* en het tweede deel van de formules het verschil tussen de markthuur in de *control group* ( $Y1|D=0 - Y0|D=0$ ). De eerste vergelijking (1) betreft de basis vergelijking waarbij zuiver het effect van faillissementen op de markthuur wordt gemeten. De tweede formule (2) voegt daaraan een set van controle variabelen toe. Dit betreffen de indicatorvariabelen met betrekking tot het ROZ-IPD winkelsegmentstype, de ROZ-IPD winkellocatietypologie, de mate- van onder of oververhuur, de G15 aantrekkelijkste binnensteden en tot slot een dummy ten aanzien van huurmutaties. De derde (3) en meest omvattende regressievergelijking hanteert *fixed effects*.

De  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  en  $\beta_2$  geven hier de verandering weer van de markthuur voor de *control group* en de *treatment group*, overeenkomstig aan  $Y1|D=1 - Y0|D=1$ , figuur 4.  $Treatment_I$  pikt eventuele selectie effecten op door te controleren voor verschillen in markthuur tussen de *control* en *treatment group*. Uiteindelijk is  $\beta_2$  het  $Treatmenteffect_{IT}$  de coëfficiënt waarin in deze studie op gefocust wordt. Deze heeft betrekking op het jaar van het faillissement en de periode daarna.

Daaraan worden toegevoegd  $\tau_T$ , de tijdsconstante *fixed effects* voor economische trends. De  $\alpha^I$  komt er in vergelijking (3) bij. Dit betreffen alle *fixed effects* voor de tijdsconstante variabelen waarvoor wordt gecorrigeerd. Door toevoeging van  $\varepsilon_{IT}$ , de foutterm, wordt uiteindelijk rekening gehouden voor factoren die niet bekend zijn.

## Hoofdstuk 5 Empirische analyse

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de verschillende regressiemodellen besproken. Eerst de centraal staande Difference in Difference- regressieanalyse-output besproken aan de hand van de in Hoofdstuk 4 beschreven vergelijking. Vervolgens worden de interactie- effecten besproken van de onafhankelijke variabelen die aan de meest robuuste regressieanalyse zijn toegevoegd.

### 5.1 Regressieresultaat Difference in Difference

Om het effect van faillissementen te meten middels de Difference in Difference methodiek hebben er drie verschillende regressieanalyses plaatsgevonden. Achtereenvolgens loopt de robuustheid van deze drie analyses op. Eerst is er een basis regressieanalyse uitgevoerd, vervolgens is deze analyse uitgebreid met een set controle variabelen om vervolgens af te sluiten met de meest volledige *fixed effects* regressieanalyse. Tabel 12 toont deze regressieanalyses achtereenvolgens.

De dummyvariabelen *Flyn* (wel of niet faillissement) en *Flwan* (faillissement in welk jaar) vormen de *treatment group*. Om ook het jaar waarin de huurder failliet is gegaan te betrekken in de regressie, is er een interactievariabele (*Inter*) aangemaakt. Deze variabele geeft de interactie tussen *Flwan* en *Flyn* weer, het effect van een faillissement.

Tabel 12: Difference in Difference

	BASIS REGRESSIE	MET ONAFHANKELIJKE VARIABLEN	FIXED EFFECTS
	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)
Faillissement y/n	0.429*** (0.124)	0.178 (0.121)	0.245*** (0.0566)
Interactie Faillissement	-0.138 (0.102)	0.00492 (0.100)	0.0441 (0.0698)
Dum mutaties		-0.195*** (0.0432)	
Dum Binnenstedelijke winkelstraat		-0.602*** (0.206)	
Dum Buurtcentrum		-0.323 (0.396)	
Dum Grootschalige concentratie		-0.0607 (0.193)	
Dum Hoofdwinkelgebied groot		0.148 (0.122)	
Dum Hoofdwinkelgebied klein		0.0357 (0.134)	
Dum Kernverzorgend centrum groot		-0.506*** (0.128)	
Dum Kernverzorgend centrum klein		-0.334** (0.163)	
Dum Stadsdeelcentrum		-0.563*** (0.152)	
Dum Verspreide bewinkeling		0.151 (0.354)	
Dum Wijkcentrum Groot		-0.831*** (0.199)	
Dum Wijkcentrum Klein		-0.601*** (0.193)	
Dum Gemengd gebruik overig		-0.905*** (0.132)	

Dum Grote steden- secundair		0.156 (0.202)	
Dum Middelgrote steden-primair		-0.293** (0.118)	
Dum Middelgrote steden- secundair		-0.111 (0.131)	
Dum Grote buurt- en wijkcentra		0.0285 (0.153)	
Dum Kleine buurt- en wijkcentra		-0.159 (0.180)	
Dum Kleine stadscentra		0.178 (0.140)	
Dum PDV/GDV-locaties		0.153 (0.286)	
Dum G15 aantrekkelijke winkelsteden		0.355*** (0.0900)	
Dum Onder- verhuur cat. 3		0.771*** (0.0872)	
Dum Onder- verhuur cat. 2		0.617*** (0.0909)	
Dum Onder- verhuur cat. 1		0.530*** (0.0859)	
Dum Over- verhuur cat. 1		0.521*** (0.0831)	
Dum Over- verhuur cat. 2		0.441*** (0.0836)	
Dum Over- verhuur cat. 3		0.288*** (0.0789)	
Dum jaar 2011	0.0222*** (0.00611)	0.0298*** (0.00956)	0.0229*** (0.00492)
Dum jaar 2012	0.0435*** (0.00947)	0.0483*** (0.0132)	0.0402*** (0.00729)
Dum jaar 2013	0.0161 (0.0110)	0.0568*** (0.0163)	0.00816 (0.00840)
Dum jaar 2014	-0.0196* (0.0114)	0.0349** (0.0177)	-0.0296*** (0.00832)
Dum jaar 2015	-0.0560*** (0.0136)	-0.00327 (0.0194)	-0.0702*** (0.00929)
Constant	10.81*** (0.0296)	10.58*** (0.0982)	10.83*** (0.00514)
Observations	7,880	7,880	7,880
R-squared	0.011	0.199	0.040
Number of cnr	1,323	1,323	1,323

Clustered standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 5.1.1 Basis regressieanalyse

De basis regressieanalyse toont het verschil aan tussen de *control group* en de *treatment group* (*flyn*). De R-squared in dit model is 0.011, wat betekent dat hier 1,1% van de variatie door dit model wordt verklaard. Dit is statistisch gezien weinig. De markthuurprijs van de winkelunits met

faillissementen is gemiddeld 42,9% gelegen boven die van de groep zonder faillissementen. Dit wordt verklaard doordat 27% van de observaties betrekking heeft op winkelunits in de binnensteden (tabel 10), maar ook doordat in de binnensteden met 47% de meeste faillissementen hebben plaatsgevonden (tabel 11). Zoals beschreven in het theoretisch kader zijn de markthuurprijzen gemiddeld in de binnensteden zowel absoluut als relatief het hoogste. Het effect van binnensteden op het totaal is derhalve groot.

De interactievariabele faillissement (*inter*) toont het gemiddelde effect na faillissement. De basisregressie toont aan dat na een faillissement er een negatief effect is op de markthuur van -13.8%. Of dit een juiste constatering betreft wordt betwijfeld, omdat er in de basisanalyse geen controle variabelen zijn meegenomen.

De belangrijkste conclusie op grond van de regressieanalyse is dat winkels met faillissementen binnen de geobserveerde periode gemiddeld genomen te maken hebben met een substantieel hogere markthuur. Het gemiddelde effect van een faillissement op de markthuur is niet significant aangetoond door de interactievariabele. Dit betekent dat deze regressieanalyse niet heeft aangetoond dat de markthuur door faillissementen extra wordt beïnvloed.

### 5.1.2 Basis regressieanalyse met onafhankelijke variabelen

De basis regressieanalyse waarin onafhankelijke variabelen zijn toegevoegd geeft een meer nauwkeurige inschatting van het gemiddelde effect van een faillissement op de markthuur. Er wordt immers extra gecontroleerd. De R-squared in dit tweede model is substantieel hoger dan die van het eerste model met 0.199. Dit betekent dat 19% van de variatie door dit model wordt verklaard. De onafhankelijke variabelen betreffen de volgende aangemaakte dummyvariabelen: ROZ-winkelsegment (*ROZwseg*), de winkeltypologie (*TypSarcod*), de mate van onder- of oververhuur (*OvonCat*), de G15 aantrekkelijkste winkelsteden (*G15*) en de mutatie variabele (*Mutatie*).

Voor de in het model opgenomen onafhankelijke variabelen is er geen significant verschil in markthuur tussen de *treatment group* en de *control group* geconstateerd. De interactievariabele geeft hier eveneens niet significant aan dat, deze set van onafhankelijke controlevariabelen, er gemiddeld genomen sprake is van een lagere markthuur na faillissement. Ten aanzien van het coëfficiënt van 0.0049 (0.49%) kunnen derhalve niet veel betekenisvolle uitspraken worden gedaan. De onafhankelijke dummyvariabelen in dit model laten individueel wel diverse significante effecten zien. Deze effecten zijn ongeacht het effect als gevolg van faillissementen en hebben hier enkel betrekking op de *control group* vs. de *treatment group*, de coëfficiënten zijn ceteris paribus aan faillissementen.

De mutatedummy geeft significant aan dat er gemiddeld genomen na een wisseling van huurder (*mutatie*) sprake is van een 19,5% lagere markthuur. Een negatief effect ligt in lijn met de verwachting, aangezien gemiddeld genomen de winkelhuurprijzen onder druk staan.

De ROZ-IPD winkelsegmentstype dummyvariabelen hebben als constante de dummyvariabele *binnenstad*, en zijn derhalve ten opzichte van dit segment geïnterpreteerd. Voor de *binnenstad* als constante is gekozen omdat in dit segment de meeste waarnemingen maar ook de meeste faillissementen vallen (tabel 10 en 11). Significant is aangetoond dat de winkelunits gelegen in de *kernverzorgende centra groot* en de *stadsdeelcentra* een markthuur hebben die respectievelijk 50% en 56% lager is dan van de winkelunits in de *binnensteden*. Dit ligt in lijn met de verwachting. Zoals beschreven in het theoretisch kader zijn de markthuurprijzen gemiddeld in de binnensteden zowel absoluut als relatief hoger als gevolg van hogere gerealiseerde huurprijzen. Voor de dummy *binnenstedelijke winkelstraat* is eveneens een significant effect geconstateerd. Echter, aangezien er voor dit segment slechts enkele waarnemingen zijn (1%, zie tabel 10), worden er op basis van het effect weinig uitspraken gedaan.

De ROZ-IPD winkellocatietypologie dummyvariabelen hebben als constante variabele de dummyvariabele *grote steden-primair* en zijn derhalve ten opzichte van dit segment geïnterpreteerd. Hiervoor is eveneens gekozen aangezien in dit segment de meeste waarnemingen maar ook de meeste faillissementen vallen (tabel 10 en 11). Aangetoond is dat de winkelunits gelegen in *wijkcentrum groot* en *klein* een significant afwijkende markthuur hebben. Aangezien ook in deze segmenten slechts enkele waarnemingen zitten (respectievelijk 3% en 5%, zie tabel 10) worden hier geen verdere uitspraken over gedaan. Significant en met 28% van de waarnemingen is wel aangetoond dat de winkelunits in de *middelgrote steden primair* een markthuur hebben die 29% lager is dan van de winkelunits in de *grote steden-primair*. Dit ligt, net zoals bij de variabele ROZ-IPD winkelsegmentstype, in lijn met de verwachting. Zoals beschreven in het theoretisch kader liggen de markthuurprijzen in de kleinere- en meer perifere gelegen kernen gemiddeld genomen zowel absoluut als relatief lager als gevolg van lagere feitelijk gerealiseerde huurprijzen. De kernwinkelgebieden omvatten veelal de binnensteden, met hogere markthuurprijzen als gevolg van de hogere gerealiseerde huurprijzen.

De dummyvariabele met betrekking tot de *G15 aantrekkelijkste binnensteden* toont significant aan dat winkelunits die zijn gelegen in één van deze steden een gemiddelde markthuur hebben die 35% hoger is dan in steden buiten de G15. Dit is in lijn met de verwachting. Zoals in hoofdstuk 3 aangegeven, betreffen de steden die hiertoe behoren Amsterdam, Utrecht, Den Haag, Rotterdam, Breda, Arnhem, Enschede, Haarlem, Zwolle, Nijmegen, Groningen, Maastricht, Tilburg, Eindhoven en Den Bosch (Van der Gijp, 2016). Zoals tabel 10 en bijlage 2 illustreren zijn het met name ook deze steden (33%) waar veel observaties hebben plaatsgevonden.

De *mate van onder- en of oververhuur* dummyvariabelen geven voor elke categorie (zowel onder verhuur als oververhuur) een robuust significant effect aan. De constante in deze categorie is de dummy waarbij de markthuur gelijk is aan de theoretische jaarhuur. In deze categorie is er geen sprake van onder- of oververhuur. De coëfficiënten van de dummyvariabelen geven hier het extra effect, bovenop het effect van de referentiecategorie. Aangezien de betreffende dummyvariabelen enkel een vooraf vastgesteld verschil tussen de markthuur en de theoretische jaarhuur representeren, viel het robuust significante effect te verwachten.

### 5.1.3 Fixed Effects

De derde en laatste analyse in deze paragraaf geeft met *fixed effects* het meest robuuste regressieresultaat. Aangezien de dataset is opgebouwd uit paneldata worden in deze regressie de variabelen die over de tijd een constante waarde laten zien en waar sprake is van perfecte multicollineariteit, automatisch buiten beschouwing gelaten. Het bijzondere van deze analyse is dat tevens voor tijdsconstante variabelen die niet bekend zijn wordt gecorrigeerd. De R-squared in dit model is 0.04, wat betekent dat hier 4% van de variatie door dit model wordt verklaard. Met de *fixed effects* is de markthuurprijs van de winkelunits met faillissementen gemiddeld 24,5% hoger dan die van de groep zonder faillissementen. Dit percentage is lager dan de basis regressieanalyse, daar er is gecorrigeerd voor alle tijdsconstante variabelen. De interactievariabelen faillissement (inter) tonen het gemiddelde effect na faillissement. Met de *fixed effects* wordt met een verschil van 4,1% niet aangetoond dat faillissementen een significante impact hebben op de markthuur.

*Om uit te sluiten of de manier waarop de standaardfouten worden berekend een impact heeft op de mate van significantie, is onderhavige fixed effect analyse separaat uitgevoerd met zowel robuust als met de clusters Plaats (plts) en Provincie (Provc). Op deze manier is gecorrigeerd voor serial correlation en heteroskedasticiteit. Het coëfficiënt van 0.0411 veranderde echter in de afzonderlijke modellen niet, wat impliceert dat faillissementen gemiddeld genomen geen effect hebben op de markthuur. Dit is robuust aangetoond.*

## 5.2 Regressieresultaat interactievariabelen

Om de deelvragen te beantwoorden zijn de interactietermen met betrekking tot de in dit onderzoek gehanteerde onafhankelijke variabelen toegevoegd aan het meest robuuste regressiemodel, het model met de *fixed effects* (5.1.3). We hebben immers tot dusver alleen gekeken naar het gemiddelde effect. De interactie dummyvariabelen tonen het gemiddelde effect na faillissement ten opzichte van de referentiecategorie. Het coëfficiënt vormt het extra effect bovenop het effect van de referentiecategorie. Tabel 13 toont in de kolommen de onafhankelijke variabelen. Daaronder wordt het algemene effect maar ook het individuele heterogene effect per interactie dummyvariabele, getoond. De coëfficiënten van de (reguliere) dummy-variabelen alsmede de jaardummyvariabelen zijn wel in onderhavige regressie opgenomen, maar deze worden, omwille van de leesbaarheid, niet expliciet getoond.

Tabel 13: Difference in Difference, fixed effects met Interactievariabelen.

	ROZ-IPD Winkelsegment	ROZ-IPD Winkel- typologie	Onder- en oververhuur	G15	Mutatie	Jaar na faillisse- ment
	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)	Markthuur (Log)
Faillissementen y/n	0.180 (0.111)	0.165 (0.113)	0.248*** (0.0387)	0.268*** (0.0289)	0.246*** (0.0553)	
Interactie faillissementen	0.125 (0.138)	0.144 (0.141)	-0.0378 (0.0837)	0.0710 (0.130)	0.0400 (0.0647)	
Inter Jaar van faillissement						0.0688 (0.0571)
Inter 1 jaar na faillissement						0.0559 (0.0769)
Inter 2 jaar na faillissement						-0.00925 (0.0942)
Inter 3 > jaar na faillissement						-0.0213 (0.0964)
Inter Dum Mutaties					0.0114 (0.0232)	
Inter Dum Binnenstedelijke winkelstraat	-					
Inter Dum Buurtcentrum	-0.163 (0.141)					
Inter Dum Grootschalige concentratie	-0.446** (0.209)					
Inter Dum Hoofdwinkelgebied groot	-0.121 (0.141)					
Inter Dum Hoofdwinkelgebied groot	-0.236* (0.140)					
Inter Dum Kernverzorgend centrum groot	-0.168 (0.142)					
Inter Dum Kernverzorgend centrum klein	0.000703 (0.136)					
Inter Dum Stadsdeelcentrum	-0.0284 (0.156)					
Inter Dum Verspreide bewinkeling	-					
Inter Dum Wijkcentrum groot	-					

Inter Dum Wijkcentrum klein	-0.0981 (0.142)					
Inter Dum Gemengd gebruik overig	-					
Inter Dum Grote steden-secundair	-0.339** (0.164)					
Inter Dum Middelgrote steden-Primair	-0.176 (0.143)					
Inter Dum Middelgrote steden-Secundair	-0.264* (0.150)					
Inter Dum Grote buurt- en wijkcentra	-0.0685 (0.166)					
Inter Dum Kleine buurt- en wijkcentra	-0.156 (0.147)					
Inter Dum Kleine stadscentra	-0.141 (0.142)					
Inter Dum PDV/GDV-locaties	-0.485** (0.235)					
Inter Dum G15 aantrekkelijke winkelsteden				-0.0561 (0.135)		
Inter Dum Onder-verhuur cat. 3			0.0674 (0.0738)			
Inter Dum Onder-verhuur cat. 2			0.147*** (0.0552)			
Inter Dum Onder-verhuur cat. 1			0.107* (0.0564)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 1			0.283** (0.127)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 2			0.228*** (0.0698)			
Inter Dum Over-verhuur cat. 3			0.0266 (0.0594)			
Constant	10.82*** (0.00817)	10.84*** (0.00832)	10.83*** (0.0554)	10.83*** (0.00635)	10.83*** (0.00513)	10.83*** (0.00539)
Dum Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7,880	7,880	7,880	7,880	7,880	7,880
R-squared	0.046	0.047	0.050	0.041	0.041	0.042
Number of cnr	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323
Clustered standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1						

### 5.2.1 Interactie ROZ-IPD Winkelsegment

De R-squared in dit model is 0.046, wat betekent dat hier 4,6% van de variatie van de markthuurlaag wordt verklaard door de onafhankelijke variabelen met betrekking tot het ROZ-IPD winkelsegmentstype. Deze variabelen kijken expliciet naar de verschillende typen winkelconcentraties. Dus niet naar locaties. De variabele *interactie faillissementen* geeft hier met het coëfficiënt 0.125 een positief effect aan van 12,5%. Dit is het basiseffect ten opzichte van de in de analyse geselecteerde referentiecategorie. Voor de variabele ROZ-IPD winkelsegment is dit, analoog aan de in paragraaf 5.1.2 beschreven basis- Difference in Difference analyses, de interactie van de dummyvariabele *binnenstad*. Dit aangezien in deze categorie de meeste waarnemingen maar ook de



meeste faillissementen vallen (tabel 10 en 11). De coëfficiënten van de dummyvariabelen geven hier het extra effect bovenop het effect van de referentiecategorie *binnenstad*.

Het coëfficiënt van -0,446 van de interactie dummyvariabele *grootschalige concentratie* toont een significant effect aan. Ten opzichte van de referentiecategorie *binnenstad* is de markthuur voor winkelunits gelegen in *grootschalige concentraties* gemiddeld 44,6% lager na een faillissement. Aangezien er in dit segment slechts enkele waarnemingen zijn (zie tabel 10) worden hier geen verdere uitspraken over gedaan. Eveneens significant maar wel met voldoende waarnemingen (16%) toont het coëfficiënt van -0,236 van de interactie dummy- variabele *hoofdwinkelgebied groot* wel een effect aan. Ten opzichte van de referentiecategorie *binnenstad* is de markthuur voor winkelunits gelegen in de *hoofdwinkelgebieden groot* gemiddeld 23,6% lager na een faillissement. De overige interactie dummyvariabelen behorende tot de onafhankelijke variabele ROZ-IPD winkelsegment tonen elk aan niet significant af te wijken van de referentiecategorie.

De verwachting dat winkelunits gelegen in segmenten behorende tot kleinere en meer dagelijks georiënteerde winkelcentra, veelal gelegen in de kleinere steden, een groter negatief effect ondervinden van faillissementen op de markthuur dan dat dit gebeurt bij de grotere, niet-dagelijkse, centra. Gebleken is alleen dat winkelunits gelegen in *hoofdwinkelgebieden- groot* een significant lagere markthuur hebben na een faillissement. De verwachting is derhalve niet uitgekomen.

### 5.2.2 Interactie ROZ-IPD Winkellocatietyologie

De R-squared in dit model is 0.047, wat betekent dat hier 4,7% van de variatie van de markthuur door dit model wordt verklaard door de onafhankelijke variabelen met betrekking tot het de ROZ-IPD winkellocatietyologie. Deze variabelen kijken expliciet naar de verschillende typen winkel locaties typen en dus niet naar typen winkel- concentraties. De variabele *interactie faillissementen* geeft hier met het coëfficiënt 0.144 een positief effect aan van 14,4%. Dit is het basiseffect van de geselecteerde referentiecategorie. Voor de variabele winkeltypologie is dit, analoog aan de in paragraaf 5.1.2 beschreven basis- Difference in Difference analyse, de dummyvariabelen *grote Steden- primair*. De meeste waarnemingen maar ook de meeste faillissementen vallen in dit segment (tabel 10). De coëfficiënten van de dummy- variabelen geven hier het extra effect, bovenop het effect van de referentiecategorie *grote steden- primair*.

Ten opzichte van de referentiecategorie *grote steden- primair* is significant aangetoond dat de markthuur voor winkelunits gelegen in *grote steden secundair* gemiddeld 33,9% lager zijn na een faillissement. Eveneens significant is het hoge coëfficiënt van de interactie dummyvariabele *PDV/GDV- locaties* van -0,485. In beide gevallen zitten er slechts enkele observaties in de categorie (2%, zie tabel 10). De betrouwbaarheid van dit effect wordt derhalve betwijfeld.

Het coëfficiënt van -0,264 van de interactie dummyvariabele *middelgrote steden-secundair* toont wel een betrouwbaar significant effect aan (op 10%). Ten opzichte van de referentiecategorie is de markthuur voor winkelunits gelegen in *middelgrote steden- secundair* gemiddeld 26,4% lager na een faillissement. Voor de overige interactie dummy- variabelen behorende tot de onafhankelijke variabele Winkeltypologie, geldt dat ze elk niet significant afwijken van de referentiecategorie.

De verwachting was dat winkellocatietypen behorende tot in kleinere en meer dagelijks georiënteerde winkelcentra, veelal gelegen in de kleinere steden, een groter negatief effect ondervinden van faillissementen op de markthuur dan dat dit gebeurt bij de grotere, niet – dagelijkse, centra. Gebleken is alleen dat winkelunits gelegen in middelgrote steden- secundair een significant lagere markthuur hebben na een faillissement. De verwachting is daarmee deels aangetoond.

### 5.2.3 Interactie mate van onder- of oververhuur

De R-squared voor de variabele met betrekking tot de *mate van over- of onderverhuur* is 0.050 wat betekent dat hier 5% van de variatie van de markthuur door deze variabele wordt verklaard. De variabele *interactie faillissementen* geeft hier met het coëfficiënt -0.0378 een negatief effect aan van 3,7% voor de *mate van onder- of oververhuur*. Dit is het basiseffect van de dummyvariabele die in deze analyse is geselecteerd als referentiecategorie. Dit is hier, analoog aan de in paragraaf 5.1.2 beschreven basis- Difference in Difference analyse, als de dummy- variabele met waarde 0 heeft, waarbij de markthuur gelijk is aan de theoretische jaarhuurinkomsten. Er is voor de referentiecategorie geen sprake van onder- of oververhuur. De coëfficiënten van de dummy-variabelen geven hier het extra effect, bovenop het effect van de referentiecategorie.

Voor de variabele *faillissement y/n* toont het model het significante coëfficiënt van 0.248. Dit betekent dat voor de referentiecategorie (0) de markthuur in de panels met faillissementen gemiddeld genomen 24,8% hoger is dan in de panels zonder faillissementen.

Significantie is aangetoond dat de interactie dummy-variabele *oververhuur cat. 1 en cat. 2* met een coëfficiënten van respectievelijk 0.107 en 0.147 een positief effect hebben bovenop het coëfficiënt van de referentiecategorie. Dit betekent concreet dat winkelunits die zijn over verhuurd in de categorieën 1 en 2 (0%-5% en 5% tot 10% over-verhuurd) na een faillissement een significant hogere markthuur hebben.

Winkelunits gelegen in *over- verhuurde categorieën 1 en 2*. hebben te maken met een huurprijs die hoger is dan de markthuur. Dit doet verklaren dat de markthuur zich na een faillissement positief ontwikkelt. Er zal sprake zijn van een (te) lage, niet marktconforme, huurprijs voor faillissement dat een bijstelling na faillissement van eerst de huurprijs en vervolgens de markthuur tot gevolg heeft.

Daarnaast is ook significant aangetoond dat de interactie *dummy-variabele onder verhuur cat. 1 en cat. 2* met een coëfficiënten van respectievelijk 0.283 en 0.228 een positief effect hebben bovenop het coëfficiënt van de referentiecategorie. Dit betekent concreet dat winkelunits die zijn onder verhuurd in de categorieën 1 en 2 (0%-5% en 5% tot 10% onder- verhuurd) na een faillissement eveneens een significant hogere markthuur hebben.

Winkelunits gelegen in *onder- verhuurde categorieën 1 en 2*. hebben te maken met een huurprijs die lager is dan de markthuur. Hierdoor zal men na faillissement zal men naar verwachting een hogere huurprijs kunnen realiseren. Dat hierdoor de markthuur significant door toeneemt ligt niet in lijn der verwachting. Er is na faillissement immers eerder sprake van een "correctie" richting de markthuur. Het feit dat markthuren significant stijgen doet vermoeden dat er boven- marktconforme huurprijzen, na faillissement, zijn gerealiseerd. De overige interactie dummyvariabelen behorende tot de mate van onder- en oververhuur tonen aan dat er geen significante afwijkingen ten opzichte van de referentiecategorie kunnen worden aangetoond.

Verwacht werd dat hoe groter de mate van oververhuur vóór het faillissement, hoe hoger de markthuur na het faillissement wordt en hoe groter de mate van onderverhuur vóór het faillissement, hoe lager de markthuur na het faillissement wordt. Deze verwachting kan worden alleen bevestigd voor verhuringen in de categorieën 1 en 2. Voor de categorie 3 van onder- en oververhuur is er geen significant bewijs dat dit de markthuur na faillissement beïnvloedt.

### 5.2.4 Interactie G15

De R-squared de variabele *G15 aantrekkelijke winkelsteden* is 0.041, wat betekent dat hier 4,1% van de variatie van de markthuur door dit model wordt verklaard door de onafhankelijke variabele *G15*. De variabele *Interactie Faillissementen* geeft met het coëfficiënt 0.0710 aan een positief effect op de

markthuur van 7,1% voor de dummy variabele *G15dum*. Voor deze variabele is de referentiecategorie, analoog aan de in paragraaf 5.1.2 beschreven basis- Difference in Difference analyse, automatisch de groep observaties die niet tot de G15 steden behoren.

Voor de variabele *Faillissement y/n* toont het model het significante coëfficiënt van 0.268. Dit betekent dat voor de referentiecategorie, *niet zijnde G15*, dat de markthuur in de panels met faillissementen gemiddeld genomen 26,8% hoger is dan in de panels zonder faillissementen.

Het coëfficiënt van -0,05561 van de interactie dummyvariabele G15 toont geen significant effect aan ten opzichte van de referentiecategorie. Er kan niet aangetoond worden dat er een extra effect is voor winkelunits gelegen in de G15 bovenop de steden die niet in de G15 zijn gelegen.

De verwachting dat de markthuren van winkelunits die zijn gelegen in de G15 aantrekkelijke winkelsteden een minder groot effect als gevolg van faillissementen laten zien, wordt niet aangetoond. In geen enkel geval is significant aangetoond dat er een verhoging (positief effect) van de markthuur na faillissement aanwezig was. Aangenomen kan worden dat het niet uitmaakt of een winkelunit is gelegen in de G15 aantrekkelijke winkelsteden of daarbuiten.

### 5.2.5 Interactie Mutatie

De R-squared de variabele Mutatie variabele is 0.041, wat betekent dat hier 4,1% van de variatie van de markthuur door dit model wordt verklaard door de onafhankelijke variabele mutatie. De variabele Interactie Faillissementen geeft met het coëfficiënt 0.0400 een positief effect aan op de markthuur van 4% voor de dummyvariabele mutatie. Voor deze variabele is de referentiecategorie, analoog aan de in paragraaf 5.1.2 beschreven basis- Difference in Difference analyse, automatisch de groep observaties die niet zijn gemuteerd (de huurderentiteit is niet veranderd naar nieuwe naam of de huurderentiteit is niet veranderd naar leegstand).

De variabele *faillissement y/n* toont het model het significante coëfficiënt van 0.246. Dit betekent dat voor referentiecategorie, *geen mutaties*, dat de markthuur in de panels met faillissementen gemiddeld genomen 24,6% hoger is dan in de panels zonder faillissementen.

Verwacht werd dat faillissementen extra negatief de markthuur na mutatie beïnvloeden. Met een positief coëfficiënt van 0.0246 kan niet significant worden aangetoond dat er een extra effect na een faillissement op de markthuur ontstaat, bij winkelunits met mutaties in vergelijking tot winkelunits zonder mutaties.

### 5.2.6 Interactie Jaar na faillissement

Om de effecten van faillissementen op de markthuur per jaar te meten zijn jaarinteractie- dummyvariabelen aangemaakt. Het interactie- effect is verdeeld over het effect in het jaar van het faillissement, het effect van één jaar daarna, het effect van twee jaar daarna en het effect van drie jaar en verder na het faillissement. De R-squared van de jaar interactievariabelen is 0.042, wat betekent dat hier 4,2% van de variatie van de markthuur door dit model wordt verklaard.

In het jaar van het faillissement en in het eerste jaar na het faillissement is er een positief effect op de markthuur aangetoond van respectievelijk 6,8% en 5,5%. Aangezien de jaarinteractie-dummyvariabelen een cumulatief effect tonen valt op dat naarmate de jaren toenemen de markthuur afneemt. Deze effecten zijn niet significant aangetoond. Wel geeft dit model het patroon weer waarbij de markthuur na een faillissement en na verloop van tijd onder druk komt te staan.

## Hoofdstuk 6 Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk worden de uiteindelijke conclusies van dit onderzoek besproken. Middels beantwoording van de hoofd- en deelvragen wordt invulling gegeven aan de doelstelling van dit onderzoek. Vervolgens worden de limitaties van dit onderzoek beschreven en volgen er enkele aanbevelingen met betrekking tot eventuele aansluitende vervolgstudies.

### 6.1 Effect van faillissement op markthuur

Het onderzoek gaat uit van een hoofdvraag gevolgd door een centrale hypothese.

De hoofdvraag: *Wat is het effect van een faillissement op de markthuur van een specifieke winkelunit?*

De centrale hypothese luidt als volgt: *De markthuur van een specifieke winkelunit zal zich negatief ontwikkelen als gevolg van een faillissement.*

Gemiddeld genomen is niet significant aangetoond dat faillissementen de markthuur van specifieke winkelunits beïnvloeden. Dit is robuust aangetoond middels het, in dit onderzoek gehanteerde, meest omvattende *fixed effects* regressiemodel. Aangezien klaarblijkelijk faillissementen de markthuur niet significant beïnvloeden wordt verondersteld dat de additionele interactievariabelen in dit model een groot deel van de variatie verklaren. Oftewel, de markthuur wordt verklaard door compositie-effecten, niet door wel of geen faillissementen. Daarnaast wordt hiermee de deelvraag: *wat bepaalt de markthuur van winkelunits?* vanuit een kwantitatief perspectief beantwoord.

Significant is wel aangetoond dat de markthuur in observaties met faillissementen hoger is dan zonder. Het feit dat de meest robuuste *fixed effects*- regressieanalyse dit verschil aantoont, bevestigt de verwachting dat de markthuur in de panels met faillissementen hoger is dan in de panels zonder faillissementen. Het is niet verwonderlijk dat huurders die een huurprijs betalen boven het marktconforme niveau eerdere failleren. Deze huurders betalen immers kennelijk “teveel” huur ten opzichte van de markthuur. Dit drukt op het totale exploitatieresultaat van een retailer.

Aangezien niet significant aangetoond wordt dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden is heterogeniteit aan het model toegevoegd middels een selectie van onafhankelijke variabelen. Deze heterogeniteit staat direct in relatie tot de deelvragen.

### 6.2 Interactievariabelen

Gemiddeld genomen is er geen robuust bewijs gevonden dat faillissementen de markthuur van een specifieke winkelunit beïnvloeden. Door de toevoeging van interactievariabelen aan het fixed effect model zien we wel bepaalde patronen in het faillissementseffect ontstaan: er wordt variatie rondom het gemiddelde faillissementseffect aangetoond. De jaarinteractie dummyvariabelen tonen in deze studie aan dat na een faillissement de markthuur na verloop van tijd cumulatief onder druk komt te staan. Hoewel dit niet significant is aangetoond geeft dit wel een duidelijk patroon weer.

De overige interactievariabelen zijn gekoppeld aan de deelvragen. Aan de hand van de empirische analyse en de beschreven resultaten uit hoofdstuk 5 kunnen de deelvragen als volgt worden beantwoord.

1. *In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden per ROZ-IPD winkelsegmentstype?*

In zijn algemeenheid is op zowel de markthuur voor faillissement als markthuur na faillissement geen significant effect aangetoond voor de onafhankelijke variabele ROZ-IPD winkelsegment. Significant is aangetoond dat de winkelunits gelegen in de kernverzorgende centra groot en de stadsdeelcentra een markthuur hebben die respectievelijk 50% en 56% lager is dan van de winkelunits in de binnensteden.

Een effect van faillissementen op de markthuur is alleen met voldoende waarnemingen aangetoond dat de markthuur van winkelunits in hoofdwinkelgebieden groot significant reageren op faillissementen. De markthuur van deze winkelunits is ten opzichte van de referentiecategorie binnenstad gemiddeld 23,6% lager na een faillissement. De overige dummyvariabelen behorende tot de ROZ-IPD winkelsegmentering tonen geen significante effecten ten opzichte van de referentiecategorie aan.

2. *In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden per ROZ-IPD winkellocatietype ?*

In zijn algemeenheid is er op zowel de markthuur als markthuur na faillissement geen significant effect aangetoond voor de onafhankelijke variabele winkeltypologie. Significant en met 28% van de waarnemingen is wel aangetoond dat de winkelunits in de middelgrote steden primair een markthuur hebben die 29% lager is dan van de winkelunits in de grote steden-primair.

Met betrekking tot het effect van faillissementen op de markthuur is alleen met voldoende waarnemingen getoond dat voor winkelunits gelegen in de middelgrote steden-secundair er een significant effect plaatsvindt. Ten opzichte van de referentiecategorie is de markthuur voor winkelunits gelegen in middelgrote steden- secundair gemiddeld 26,4% lager na een faillissement. De overige dummy variabelen behorende tot winkeltypologie tonen geen significante afwijkingen ten opzichte van de referentiecategorie aan.

3. *In hoeverre verschilt de markthuur van specifieke winkelunits na een faillissement in vergelijking tot winkelunits waar geen faillissement heeft plaatsgevonden voor de G15 sterkste Nederlandse winkelsteden (Van der Gijp, 2016) in vergelijking tot andere Nederlandse steden?*

Niet significant kan aangetoond worden dat winkelunits die zijn gelegen in een van de G15 aantrekkelijkste binnensteden geconfronteerd worden met een minder groot effect op de markthuur.

Wel is aangetoond dat winkelunits die zijn gelegen in één van deze steden een gemiddelde markthuur hebben die 35% hoger is dan in steden buiten de G15. Ten opzichte van de referentiecategorie, niet zijnde G15, is tevens aangetoond dat de markthuur in de panels met faillissementen gemiddeld genomen 26,8% hoger is dan in de panels zonder faillissementen.

4. *Welk effect heeft de mate van over- of onderverhuur vóór faillissement van een specifieke winkelunit op de markthuur na faillissement van onderhavige winkelunit?*

De mate van onder- en of oververhuur dummyvariabelen geven voor elke categorie (zowel onderverhuur als oververhuur) een significant resultaat. Aangezien de betreffende dummyvariabelen enkel een vooraf vastgesteld verschil tussen de markthuur en de theoretische jaarhuur, gecategoriseerd, representeren viel het robuust significante effect te verwachten.

Significantie is aangetoond dat winkelunits die zijn over verhuurd in cat. 1 en cat. 2 (0%-5% en 5% tot 10% oververhuurd) respectievelijk een 10,7% en 14,7% hogere huur hebben na een faillissement. Er zal sprake zijn van een (te) lage, niet marktconforme, huurprijs voor faillissement dat een bijstelling na faillissement van eerst de huurprijs en vervolgens de markthuur tot gevolg heeft. Significant is eveneens aangetoond dat winkelunits die zijn onder verhuurd in cat. 1 en cat. 2 (0%-5% en 5% tot 10% onder- verhuurd) respectievelijk een 28,3% en 14,7% hogere huur hebben na een faillissement. Na faillissement zal men naar verwachting een hogere huurprijs kunnen realiseren. Dat hierdoor de markthuur significant toeneemt ligt niet in lijn der verwachting. Er is na faillissement immers eerder sprake van een "correctie" richting de markthuur. Het feit dat markthuren significant stijgen doet vermoeden dat er boven- marktconforme huurprijzen, na faillissement, zijn gerealiseerd.

De overige dummy variabelen behorende tot de Mate van onder- en oververhuur tonen aan dat er geen significante afwijkingen ten opzichte van de referentiecategorie kunnen worden aangetoond.

5. *Wat is het effect van een mutatie door faillissement op de markthuur in vergelijking met het effect van een reguliere mutatie op de markthuur?*

De mutatiedummy geeft significant aan dat er gemiddeld genomen na een wisseling van huurder (*mutatie*) er sprake is van een 19,5% lagere markthuur.

Met betrekking tot het effect van faillissementen op de markthuur kan niet significant worden aangetoond dat er een extra effect na een faillissement op de markthuur ontstaat is bij winkelunits met mutaties in vergelijking tot winkelunits zonder mutaties. Ten opzichte van de referentiecategorie, geen mutaties, is aangetoond dat de markthuur in de panels met faillissementen gemiddeld genomen 1,1% hoger is dan in de panels zonder faillissementen.

6. *Welke aanbevelingen kunnen er gedaan worden richting beleggers ten aanzien van de aantrekkelijkheid van specifieke winkellocaties na faillissement?*

Aangezien niet evident is aangetoond dat faillissementen een significant effect hebben op de markthuur (ontwikkeling) kunnen hieromtrent geen duidelijke aanbevelingen worden gedaan. Wel is aangetoond dat in panels met de faillissementen (*treatment group*) er sprake is van een gemiddeld genomen hogere markthuurprijs. Voor veel beleggers is de markthuurprijs een maatstaf op grond waarvan nieuwe verhuringen plaats vinden. De nieuw te realiseren huurprijs moet overeenkomstig de vigerende markthuur zijn. Deze wordt meegenomen in de besluitvorming. In dergelijke gevallen is er feitelijk sprake van een klassiek 'kip- en het-ei' verhaal. De markthuur volgt huurprijzen en huurprijzen volgen de markthuur. Bij een (te) hoge markthuur is de kans op faillissementen hoger. Dit is significant aangetoond. Beleggers worden derhalve geadviseerd kritisch naar de markthuur en de realiteit ten aanzien van de huurprijzen te kijken. Mocht de balans tussen beide variabelen beter zijn dan zal naar verwachting het risico van een faillissement verminderen.

### 6.3 Limitaties onderzoek en reflectie

Dit onderzoek betreft een studie die limitaties kent. Sommige limitaties kunnen in eventuele vervolgstudies beperkt worden, andere limitaties zijn inherent aan de methode dan wel aan de gehanteerde data.

#### *Afbakening*

*Het onderzoek* is sterk afgebakend doordat alleen gekeken wordt naar het effect van faillissementen op expliciet winkelunits. In veel gevallen zullen faillissementen een effect hebben op een winkelgebied als geheel. Vooral de naastgelegen winkelunits zullen geconfronteerd worden met een

afwaardering van de markthuur als gevolg van faillissementen. Dit wordt in dit onderzoek niet meegenomen.

#### *Meetperiode*

Als meetperiode worden Q4 2010 tot en met Q4 2015 meegenomen. Deze periode is met zorg gekozen omdat er sprake was van een relatief constant, negatief economisch klimaat. Of conclusies van waarnemingen uit deze periode ook voor 'economisch' rustigere perioden representatief zijn kan worden bediscussieerd.

#### *Markthuursprijs*

De centrale afhankelijke variabele markthuur van deze studie is een gegeven uit de dataset van Syntrus Achmea Real Estate & Finance die deze op haar beurt periodiek extern laat vaststellen. In veel gevallen waarbij er bijvoorbeeld onvoldoende referenties voorhanden zijn wordt er door taxateurs voor gekozen de markthuur gelijk te houden aan die van voorgaande taxatieperiode. Dit zorgt ervoor dat de feitelijke informatie waarnaar in dit onderzoek gekeken wordt, niet uit de markthuur naar voren komt.

#### *Incentives*

Binnen de vastgoedsector is het gebruikelijk incentives te verstrekken bij het aangaan van een nieuwe huurovereenkomst. In deze studie wordt expliciet verwacht dat de markthuur wordt gedestilleerd uit (bekende) gerealiseerde huurprijzen. Of in de praktijk bij taxateurs altijd rekening wordt gehouden met incentives (al zal dit wel moeten) kan worden bediscussieerd. Niet alle incentives zijn immers contractueel overeengekomen. Zo gebeurt het geregeld dat institutionele beleggers een huurder enkele maanden eerder de unit laten betrekken ten aanzien van de inbouw op basis van bijvoorbeeld een sleutelverklaring. Dit is feitelijk overeenkomstig aan een huurvrije periode.

#### *Faillissementen*

In onderhavige studie zijn alle bij de Asset Managers bekende faillissementen opgenomen. Deze waren niet als zodanig geadministreerd. Huurders die 'bijna' failliet waren, maar die uiteindelijk door bijvoorbeeld een intern reddingsplan niet failliet zijn gegaan, worden niet meegenomen omdat ze niet bekend waren. Ook gevallen waarin de verhuurder vlak voor een mogelijk faillissement de huurprijs verlaagde om een faillissement af te wenden zijn niet meegenomen. Voorwaarden in deze studie was dat er echt sprake was van een surseance van betaling of een uitgesproken faillissement.

#### *Dummy variabelen*

Voor de in dit onderzoek gehanteerde onafhankelijke variabelen zijn verschillende soorten dummy-variabelen aangemaakt. Voor sommige van deze geldt dat er zowel absoluut als relatief weinig observaties hebben plaatsgevonden. Dit is inherent aan de gehanteerde dataset. Significante uitspraken omtrent deze variabelen kunnen derhalve bediscussieerd worden.

#### *Dataset*

Gelet op de omvangrijke en waardevolle dataset kan worden geconcludeerd dat deze op onderdelen beperkt is benut door gebrek aan tijd en ervaring met additionele complexe statistische methoden. Ook valt een omvangrijkere analyse buiten de scope van dit onderzoek. Hierdoor is wellicht niet optimaal de aanwezige informatie uit de dataset gedestilleerd. Vervolgonderzoek zal deze leemte kunnen invullen.

## 6.4 Vervolgonderzoek

Onderhavige studie zal ook uitgevoerd kunnen worden met de feitelijke huurprijs als afhankelijke variabele. De huurprijs geeft een beter en zuiverder beeld van wat de markt op dat moment bereid is te betalen voor een bepaalde locatie. Een oplossing zal wel gevonden moeten worden voor het feit dat huurprijzen grotendeels worden beïnvloed door incentives en wisselende looptijden.

Aangezien theoretisch is onderbouwd dat een faillissement voor beleggers in veel gevallen slechts een extra "huurherzieningsmoment" impliceert kan daarop ingezoomd worden. In onderhavige onderzoek zijn huurmutaties naar nieuwe entiteiten betrokken. Echter, in het huidige beleggingsklimaat komt het vaak voor dat huurders gedurende de contractstermijn onderhandelen over een nieuwe huurtermijn in ruil voor een verlaging van de huurprijs. De hurende entiteit blijft daarbij gelijk. In hoeverre de huurprijs en of markthuurgelatenheid verschilt na een faillissement met dat van een (reguliere) huurprijsherziening komt voor vervolg onderzoek in aanmerking.

In dit onderzoek is expliciet het effect van faillissementen op winkelunits onderzocht. Het effect op naastgelegen winkelunits en of winkelgebieden wordt niet onderzocht. Dit komt voor vervolgonderzoek in aanmerking. Een kwalitatieve studie naar de impact op de verhuurbaarheid van omliggend winkelvastgoed zal in het verlengde hiervan van grote waarde zijn



## Bronnen

- Berkers W.A.W, 2016, *Leegstaande V&D-panden: middelgrote steden in het nauw?*, Masterthesis Economische Geografie, Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Bertrand, M., Duflo, E., S. Mullainathan, (2002). *How much should we trust differences-in-differences estimates?* No. w8841. National Bureau of Economic Research.
- Besselaar, M., (2011). *Structurele leegstand, voorkomen is beter dan genezen*. MRE Thesis 2010-2011, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Bolt, E.J. (1995). *Productvorming in de detailhandel* (Handbook of Retail Product Formation). Nuth: Drukkerij Rosbeek BV.
- Bolt, E.J. (2003). *Winkelvoorzieningen op waarde geschat*. Theorie en Praktijk. Nuth. Drukkerij Rosbeek BV.
- Burgerlijk Wetboek Boek 6 Art 159 Geraadpleegd op 14 juni 2016 van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0005289/2016-07-01>.
- Burgerlijk Wetboek Boek 7 Art 303. Geraadpleegd op 11 juni 2016 van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0005290/2016-09-01>.
- Burgerlijk Wetboek Boek 7 Art 303. Geraadpleegd op 11 juni 2016 van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0005290/2016-09-01>.
- Butink, I. (2015), *Toekomst van de Nederlandse winkelstraat*, Agora 2015-2, Utrecht: Stichting Tijdschrift AGORA.
- C., Hordijk A., J. Vis et al, (2014). *Goed gewaardeerd vastgoed, 28 Aanbevelingen voor taxeren en taxatierapporten*, Platform Taxateurs en Accountants, NBA.
- Campbell, J., Y., P. Pathak, S. Giglio (2011). *Forced sales and house prices*. American Economic Review 101(5), Harvard University.
- CBS (2016) <https://www.cbs.nl/nl-nl/economie/handel-en-horeca/monitor-detailhandel>, opgeroepen 20 juni 2016, van CBS: [www.cbs.nl](http://www.cbs.nl).
- Colwell, P.F. (2002). *Tweaking the DiPasquale-Wheaton Model*, Journal of Housing Economics 11, Department of Finance, Urbana: University of Illinois.
- DiPasquale, D., W.C. Wheaton (1992), *The market for real estate assets and space, A conceptual framework* (pp 181 -198) *Real Estate Economics* 20.2 Englewood Cliffs.
- DTZ Zadelhoff, (2011). *Loop-huurquote*, Relatie tussen huurprijs en passantenstroom, Amsterdam.

- Eppli, M., J.D. Benjamin (1994) *The Evolution of Shopping Center Research: Review and Analysis*, Finance Faculty Research and Publications, Marquette University.
- Evers, D., Hoorn, A., en F. Oort, (2005). *Winkelen in megaland*, Rotterdam: NAI Uitgevers, Rotterdam.
- Faillissementswet, Art 39. Geraadpleegd 30 juni 2016 van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0001860/2015-01-01>.
- Gijp, B. van der, Baaij, J de, (2016) *Faillissementen bevestigen tweedeling op de winkelmarkt*, Research & Development Departement , Amsterdam: Syntrus Achmea Real Estate & Finance.
- Groen, J.G., (2015), *Winkelleegstand in Nederlandse binnensteden*, Masterthesis Economische Geografie, Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Harding, J. P., Knight, J. R., & Sirmans, C. F. (2003). Estimating bargaining effects in hedonic models: Evidence from the housing market. *Real Estate Economics*, Vol. 31(4), 601-622.
- Imbens, G. W., J. M. Wooldridge, (2007). "*Difference-in-differences estimation*", lecture notes 10, summer 2007.
- Jacobs, C. (2007). *Een netwerk van winkels*, Doctoraalscriptie Planologie, Amsterdam: UVA.
- Jongbloed, A.W. (2014). Faillissement van de huurder, indeplaatsstelling en een racetegen de klok? *Tijdschrift voor curatoren*. pp. 45 – 51.
- Lechner, M. (2011). *The estimation of causal effects by difference-in-difference methods*. Foundations and Trends in Econometrics, Vol 4.
- Mols, B.J. (2006) *Hoe kun je appels met peren vergelijken?* MRE Masterproof, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- NEPROM (2016), [tp://www.neprom.nl/Lists/Nieuws](http://www.neprom.nl/Lists/Nieuws), Opgeroepen 6 juni 2016, van [www.neprom.nl](http://www.neprom.nl).
- NVM business, (2016), *Stand van zaken Nederlandse winkelmarkt*, Maart 2016, Nieuwegein: NVM.
- Ooijen, M.A.C.,(2011). *Indeplaatsstelling Prehistorisch of eigentijds?* Scriptie Master Nederlands Recht, Privaatrecht, Utrecht: Universiteit Utrecht.
- OTN, <http://www.otnl.nl/meer-over-taxaties/taxaties-volgens-pta-aanbevelingen.html> Opgeroepen 5 juni 2016, [www.otnl.nl](http://www.otnl.nl)
- Platform31, (2014). *Winkelgebied van de toekomst, bouwstenen voor publiek-private samenwerking*, Stedennetwerk G32, Den Haag: Detailhandel Nederland.

- Polak, N.J. (2002), *Faillissementsrecht*, Deventer: Uitgeverij Kluwer B.V.
- Post, W. van der, (2004) *Retail ruimte & rendement, een onderzoek naar de gevolgen van decentralisatie van het ruimtelijk detailhandelsbeleid in de Vijfde Nota*, ASRE Research publications, 2004, 04, Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen, Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
- Post, W.J., Marquard, A.R. en C. Ronteltrap (2016). *Syllabus Voorbeelden Scripties* onderzoeksozpetten, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Quix, F, Terra, J, Hamann, E, Wortel, C,. (2011) *Het nieuwe winkelen*, Q&A Research & Consultancy, Hoofdbedrijfschap Detailhandel.
- Rigter, A.R.C. (2011). *De huurwaarde van stationsretail*, Masterthesis MRE, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- ROZ, 2007, Definitielijst, ROZ/IPD 2007.
- ROZ, 2013, Taxatierichtlijnen IPD Nederlandse Vastgoedindex.
- Ruimtelijk Planbureau, (2016). *Commercieel vastgoed steeds vaker leeg maar toch populair bij beleggers*, De Haag: CPB.
- Stek, B., A. Ouwehand (2016). *V&D winkelgebieden wacht nieuwe impuls*, Faillissement V&D versnelt polarisatie Nederlands winkellandschap, Colliers, Colliers International Research Retail.
- StIVAD (2016) <https://stivad.nl/definities/>, opgeroepen 18 juni, 2016 van [www.stivad.nl](http://www.stivad.nl).
- Tauw, H., (2014) *Hedonisch prijsmodel voor Nederlands winkelvastgoed*, voorspellingen van de huurprijs en het rendement van Nederlandse winkelunits en objecten, thesis Bouwkunde, Delft: TU Delft.
- Ten Have, G.M. (2007) *Taxatieleer vastgoed 1.*, Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Tilburg University (2016) [https://www.tilburguniversity.edu/upload/cb598c59-5ab5-44cc-ac7b-598b07103d51\\_regression.pdf](https://www.tilburguniversity.edu/upload/cb598c59-5ab5-44cc-ac7b-598b07103d51_regression.pdf), Opgeroepen 25 juli 2016 van Tilburg Universiteit: [www.tilburguniversity.nl](http://www.tilburguniversity.nl).
- Verouden (2015), *Is markthuurland de heilige graag*, MRE Thesis, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Vink (2012) *Van belevingswaarde naar beleggingswaarde, het bezit van de onroerende zaak begint bij het vermaak*, MRE Thesis ASRE, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Walen, J. (2005) *Bijzondere winkelconcepten*, De betekenis voor de winkelplanning in Nederland, Hoofdbedrijfschap Detailhandel.

- Wooldridge, J., (2011) "*What's new in econometrics?*" Lecture 10 difference-in-differences estimation." NBER Summer Institute.
- Yavaş, A. (1992). *A simple search and bargaining model of real estate markets*, Real estate economics, Vol. 20(4), pag 533-548.
- Ziermans, B., 2015, *De determinanten van Incentives op de Amsterdamse kantorenmarkt*, MRE Thesis, Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

### 1. *Onafhankelijkheid*

Aanbeveling 1 t/m 4 hebben betrekking op de onafhankelijkheid van de taxateur. Het gaat met name over de integriteit van de taxateur. De basis van een juiste waardering kan alleen gelegd worden indien de taxateur integer, betrouwbaar en niet bevooroordeeld opereert. Geadviseerd wordt om een ethische code op te stellen die betrekking heeft op de financiële belangen en zorg te dragen dat elke schijn van belangenverstrengeling wordt vermeden. Daarnaast dienen internationale standaarden hieromtrent nageleefd te worden en dient er binnen taxerende organisaties een duidelijke scheidslijn te zijn tussen de “taxerende” afdeling en overige activiteiten.

### 2. *Educatie*

Aanbeveling 5 en 6 hebben betrekking op de educatie van de taxateurs. Geadviseerd wordt om een opleidingsprogramma op te zetten die erop gericht is taxateurs permanent te voorzien van educatie. Deze opleiding moet in lijn worden gesteld met de internationale standaarden en gebruiken.

### 3. *Opdracht en bevestiging*

Aanbeveling 7, 8 en 9 gaan over de opdrachtverstrekking en de aanlevering van de juiste gegevens ten behoeve van de waardering. Aanbevolen wordt om richtlijnen op te stellen ten aanzien van de manier waarop van belang zijnde informatie, zoals bijvoorbeeld sideletters en opzeggingen, worden overgedragen. Ook wordt hier benadrukt dat internationale maatstaven en richtlijnen het beste nageleefd kunnen worden.

### 4. *Werkzaamheden en rapportage*

Aanbeveling 10 tot en met 21 hebben betrekking op de werkzaamheden en manier van rapporteren binnen het taxatieproces. Zo wordt verlangd van taxateurs dat de genomen aannames ten aanzien van genomen parameters duidelijk en consistent worden toegelicht. Dit heeft betrekking op de reikwijdte van de taxatie, maar ook als het gaat de keuze voor een bepaalde taxatiemethodiek (zoals BAR/NAR of DCF) of manier waarop “lease incentives” verwerkt worden. De meeste aanbevelingen hebben betrekking op gehanteerde uitgangspunten en hoe deze te onderbouwen. Zo wordt aanbevolen om extra gedragsregels op te stellen om zo onduidelijk en in- transparante situaties te voorkomen. Een opvallende aanbeveling gaat over het “bijzondere uitgangspunt”. Deze maakt het mogelijk een taxatie op andere uitgangspunten te waarderen dan die op de taxatiedatum bestaan. Ook hiervoor moeten duidelijke richtlijnen opgesteld worden. In taxaties wordt veel gewerkt met aannames. Deze aannames hebben veelal veel invloed op de uiteindelijke waardering. De mate van onzekerheid ten aanzien van deze aannames moet inzichtelijk gemaakt worden. Dit kan bijvoorbeeld met een zogenaamde gevoeligheidsanalyse. Tot slot wordt binnen deze categorie een aanbeveling gedaan met betrekking tot gebeurtenissen na de waardepeildatum. Het gaat dan bijvoorbeeld over faillissementen van huurders. Het is de bedoeling dat de sector zelf deze leemte invult.

### 5. *Kwaliteit*

De laatste categorie gaat over de kwaliteit van de taxaties in brede zin. Aanbeveling 22 tot en met 28 hebben betrekking op de dossiervorming, het interne management, validatie van de taxatiemodellen, de verwerking van concepttaxaties en de noodzaak kennis te delen. Tot slot wordt er nog een klachtenregeling en de behoefte aan een tuchtrechtsorgaan hieromtrent geïntroduceerd.

In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat de taxateurs grotendeels de richtlijnen die al jaren internationaal gehanteerd worden binnen het werkveld van de accountancy, gaan overnemen. Het proces zal zo intensiever, bureaucratischer en steeds kosten intensiever worden. De voordelen zullen deze nadelen naar verwachting overstijgen. Belangrijkste ten opzichte van onderhavige onderzoek is de belangrijkste constatering dat de accuraatheid, betrouwbaarheid en daarmee de feitelijke "waarde" van de markthuurwaarde, zal verbeteren.

	FREQUENCY	PERCENTAGE	CUM.
ALKMAAR	24	0.3	0.3
ALMERE	54	0.68	0.99
ALPHEN A/D RIJN	12	0.15	1.14
AMERSFOORT	12	0.15	1.29
AMSTERDAM	246	3.11	4.4
APELDOORN	24	0.3	4.71
ARNHEM	312	3.95	8.65
ASSEN	288	3.64	12.29
BAARN	24	0.3	12.6
BARENDRECHT	342	4.33	16.92
BERGEN OP ZOOM	24	0.3	17.23
BEUNINGEN	192	2.43	19.66
BOXMEER	48	0.61	20.26
BREDA	72	0.91	21.17
BURGUM	18	0.23	21.4
BUSSUM	12	0.15	21.55
CUIJK	186	2.35	23.91
DEN BOSCH	18	0.23	24.13
DEN HAAG	401	5.07	29.21
DEVENTER	144	1.82	31.03
DOETINCHEM	6	0.08	31.1
DOORN	60	0.76	31.86
DORDRECHT	288	3.64	35.5
DRACHTEN	42	0.53	36.04
DRIEBERGEN-RIJSEN	18	0.23	36.26
DRIEBERGEN-RIJSENBURG	6	0.08	36.34
DRUTEN	6	0.08	36.42
DUIVEN	258	3.26	39.68
EINDHOVEN	18	0.23	39.91
ELST	12	0.15	40.06
EMMEN	138	1.75	41.8
ENSCHEDÉ	102	1.29	43.09
GELDROP	6	0.08	43.17
GOES	42	0.53	43.7
GORINCHEM	12	0.15	43.85
GOUDA	6	0.08	43.93
GRONINGEN	12	0.15	44.08
HAARLEM	84	1.06	45.14
HARDERWIJK	6	0.08	45.22
HEERENVEEN	6	0.08	45.29
HEERLEN	12	0.15	45.45
HELLEVOETSLUIS	30	0.38	45.83
HILVERSUM	258	3.26	49.09

HOEK VAN HOLLAND	6	0.08	49.17
HOOGVLIET	6	0.08	49.24
HOORN	6	0.08	49.32
HOUTEN	24	0.3	49.62
IJMUIDEN	24	0.3	49.92
KRIMPEN AAN DEN IJSSEL	234	2.96	52.88
LAREN	6	0.08	52.96
LEEWARDEN	210	2.66	55.62
LEIDEN	24	0.3	55.92
LELYSTAD	48	0.61	56.53
LEUSDEN	6	0.08	56.6
LOSSER	6	0.08	56.68
MAASTRICHT	72	0.91	57.59
MIDDELBURG	18	0.23	57.82
NIEUW-VENNEP	204	2.58	60.4
NIEUWEGEIN	6	0.08	60.47
NIJMEGEN	336	4.25	64.72
NOORDWIJK	18	0.23	64.95
OOSTERHOUT	78	0.99	65.94
OOSTERWOLDE	6	0.08	66.01
OSS	12	0.15	66.16
PAPENDRECHT	348	4.4	70.57
PURMEREND	6	0.08	70.64
REUVER	6	0.08	70.72
RIJSWIJK	186	2.35	73.07
ROERMOND	18	0.23	73.3
ROSENDAAL	125	1.58	74.88
ROTTERDAM	654	8.27	83.15
SCHIEDAM	6	0.08	83.23
SITTARD	6	0.08	83.3
SNEEK	30	0.38	83.68
SOEST	36	0.46	84.14
TERNEUZEN	12	0.15	84.29
TILBURG	30	0.38	84.67
UITHOORN	138	1.75	86.42
UTRECHT	162	2.05	88.46
VALKENSWAARD	144	1.82	90.29
VEENDAM	6	0.08	90.36
VEGHEL	36	0.46	90.82
VELDHOVEN	6	0.08	90.89
VENLO	18	0.23	91.12
VINKEVEEN	102	1.29	92.41
VLAARDINGEN	24	0.3	92.71
VLIJMEN	60	0.76	93.47
VLISSINGEN	6	0.08	93.55
WAALRE	6	0.08	93.63



WAALWIJK	42	0.53	94.16
WASSENAAR	18	0.23	94.38
WINSCHOTEN	12	0.15	94.54
WINTERSWIJK	36	0.46	94.99
WOERDEN	162	2.05	97.04
ZAANDAM	72	0.91	97.95
ZEIST	6	0.08	98.03
ZOETERMEER	36	0.46	98.48
ZUTPHEN	6	0.08	98.56
ZWOLLE	114	1.44	100
Total	7,906	100	