

Haalbaarheid bouwprojecten onder druk

Nieuwbouw vereist creatieve oplossingen

Dalende prijzen in de vastgoedmarkt hebben een negatieve invloed op de haalbaarheid van nieuwe bouwprojecten. De marges van ontwikkelaars komen onder druk en de grondwaarde neemt af. Desondanks zal de bouwproductie niet tot stilstand komen. Publieke en private marktpartijen moeten creatieve oplossingen vinden om de projecten vlot te trekken. Matthieu Zuidema en Martijn Boerkoel van Fakton geven een aantal van die oplossingen. Met optieregelingen is veel te bereiken.

Vastgoedmarkten accepteren langzaam maar zeker dat prijzen zijn gedaald. Lange tijd is gedacht – of in elk geval gehoopt – dat de markt voor commercieel onroerend goed de invloed van de financiële crisis zou ontlopen. Maar kopers en verkopers vinden elkaar niet meer. De markt zit op slot en een prijsdaling is onontkoombaar. De eerste geluiden duiden op een prijsdaling van het commercieel onroerend goed met 15 tot 20 procent. Hiervoor is niet alleen de kredietcrisis verantwoordelijk, maar ook de effecten ervan in de reële economie. De gebruikersmarkten koelen af. Organisaties zijn minder geneigd te verhuizen en de huurgroei valt stil. De haalbaarheid van bouwprojecten komt hierdoor in het geding. Prijsdalingen leiden tot aanzienlijke tekorten, nog versterkt omdat in de rekensom meestal met lopende of zelfs stijgende prijzen is gerekend.

Uit een uitgewerkte casus blijkt hoe snel het verlies oploopt. Het betreft een eenvoudige weergave van een fictieve kantoorontwikkeling (30.000 m² bvo) op een willekeurige goede locatie in de Randstad. De verkoopwaarde van het project dekt de bouw- en bijkomende kosten, een bepaalde marge voor de ontwikkelaar en een grondprijs. De grondprijs vertegenwoordigt de waarde van de locatie bij aanvang van het project. Deze waarde wordt, zoals vaak, 'residueel' berekend. Dat wil zeggen dat het saldo van opbrengsten, marges en kosten wordt toegekend aan de locatie.

De opbrengstpotentie voor dit nieuwbouwproject is gegeven door het bruto aanvangsrendement en de markthuurl. Was in 2007 nog sprake van aanvangsrendementen van gemiddeld 6 procent op een gemiddelde toplocatie, momenteel moet eerder worden uitgegaan van 7 procent. De huur is vastgesteld op 200 euro. Huurprijzen lijken dit jaar niet veel veranderd, en de huur is constant verondersteld. Over de huurgroeiopotentie, zoals die vorig jaar nog werd gezien, is de markt wel een stuk pessimistischer (zie tabel). Om de waarde van het project te kunnen berekenen is verder vereenvoudigd uitgegaan van een bouwtijd van twee jaar, een jaar aanvangsleegstand en een 'incentive' voor de huurder van een jaar huurvrij.

Financieringskosten

Het zijn echter niet alleen tegenvallende opbrengsten die de bouwprojecten parten spelen. Stijgende bouwkosten en financieringslasten verkleinen de marge binnen het project verder. Zo hebben bouwers na een lange periode met matige prijsstijging (recessie, bouwfraude) de sterke markt gebruikt om hun prijzen weer te verhogen. Van dalende prijzen zal voorlopig geen sprake zijn, hoewel de prijsstijging de komende jaren wel wat kan afzwakken. Voor nieuwe projecten vormen de opgelopen financieringskosten een groot opstakel. Het belang van de financiering moet echter niet worden overschat. Financieringskosten spelen binnen projectontwikkeling binnen het totale kostenplaatje een bescheiden rol. Op de beleggingswaarde vertegenwoordigen de rentelasten slechts 5 procent van het totaal. Het verschil tussen een rente van 6 procent of 8 procent vertegenwoordigt op de beleggingswaarde net 1 procent. Rentekosten kunnen uiteraard wel snel oplopen als op het moment van oplevering nog geen belegger is gevonden.

Ondanks de in de praktijk stijgende kosten worden binnen de casus de kosten constant gehouden. Het doel is om de gevolgen van de opbrengstendaling inzichtelijk te maken.

De lagere huurgroei en het gestegen bruto aanvangsrendement resulteren in een daling van de beleggingswaarde van de nieuwbouwontwikkeling van 20 procent: van 81 miljoen euro eind 2007 naar 64 miljoen euro op dit moment. Hoewel de casus de werkelijkheid vereenvoudigt, is een dergelijke daling in de praktijk niet ondenkbaar. Bij gelijkblijvende kosten, komt volgens de residuele rekensom de afname van de opbrengsten volledig voor rekening van de residuele grondwaarde, die zelfs exponentieel afneemt. Zo daalt de belegging in de casus met 20 procent, maar neemt de residuele grondwaarde af met maar liefst 75 procent (zie figuur).

Risico's

Tegenvallende opbrengsten en kosten vormen bij lange na niet het enige risico binnen het project. Zo zorgen de afkoelende gebruikersmarkten voor een groter leegstandsrisico na oplevering. Uitgebreide risicoanalyses zijn hier niet op zijn plaats. In principe vormen financiële tegenvallers een

Optieregelingen kunnen risico's nieuwbouw afdekken

risico waarvoor ontwikkelaars binnen hun raming gewoonlijk een post opnemen (winst en 'risico').

Duidelijk mag zijn dat deze marges onder druk staan. Ontwikkelaars kunnen ontstane tekorten niet alleen dragen. De druk op gemeenten om de prijsdaling te vertalen naar lagere grondprijzen neemt toe. Voorlopig zit dat er niet in. Bij gemeenten zit maar weinig lucht in de prijs. De grondopbrengsten zijn jarenlang hard meegestegen met de vastgoedprijzen en zijn een belangrijke (begrote) inkomstenbron geworden. De terughoudendheid om de grondprijzen te verlagen is groot.

De tekorten vragen daarom om een andere aanpak. Voor de hand ligt dat projecten niet meer zonder gebruiker worden begonnen. De eindgebruiker moet centraal staan want deze bepaalt de haalbaarheid van het project. Oog voor kwaliteit is hierbij doorslaggevend. Het is verleidelijk om juist te bezuinigen op kwaliteit (bijvoorbeeld op bouwkosten of locatie), maar het gevolg daarvan is dat de opbrengsten verder onder druk komen te staan. Ook creativiteit kan het verschil maken. Creatieve gemeenten en ontwikkelaars zien niet alleen de neergaande markt maar hebben ook oog voor de kansen die er nog steeds zijn.

Om nieuwbouwprojecten van de grond te krijgen zijn verschillende oplossingen denkbaar, waarvan een aantal geregeld in de praktijk wordt toegepast. Maatregelen waaraan kan worden gedacht zijn het maken van flexibele afspraken, samenwerking, het creëren van maatschappelijk draagvlak en optieregelingen. In de contractvorming tussen partijen, meestal tussen gemeenten en markt, kunnen flexibele afspraken worden

gemaakt. Zo kan ontwikkelaars de keuze worden gegeven om de productie te faseren of te mogen variëren op het geplande programma. Ontwikkelaars hebben dan de vrijheid om te reageren op de veranderende markt en grote uitgaven uit te stellen.

Samenwerking is een andere mogelijkheid. Samenwerkende marktpartijen verdelen kosten en risico's, wat projecten budgettair aantrekkelijk houdt. Daarnaast kunnen synergievoordelen optreden. Denk aan de verschillende expertise die partijen meebrengen als ontwikkelaars samenwerken met bouwers, of ontwikkelaars met beleggers. Verder ligt samenwerking tussen private en publieke partijen voor de hand. Risico's worden verdeeld en partijen als corporaties en gemeenten kunnen nog steeds relatief goedkoop financieren. Voor overheden en corporaties is maatschappelijk draagvlak vaak wel een belangrijke voorwaarde om risicodragend te participeren. Een mogelijkheid is om maatschappelijke voorzieningen in het programma in te passen. Het winnen van elkaars vertrouwen is een andere noodzakelijke voorwaarde. De ervaring leert dat een zorgvuldig kennismakings- en onderhandelingsproces hieraan kan bijdragen.

Verzekeren

Vooral optieregelingen bieden interessante mogelijkheden. In financiële markten is het gebruikelijk om met 'call' en 'put' opties het risico op veranderende beurskoersen af te dekken. Financiële opties aanbieden in de vastgoedmarkt is nog een onontgonnen terrein, maar de behoefte van marktpartijen om risico's af te dekken is groot. Zo is het niet toevallig dat de Rabobank juist nu voorstelt om het risico op wanbetalende hypotheekbezitters te verzekeren. Het is denkbaar dat bijvoorbeeld ontwikkelaars zich willen indekken tegen het afzetrisico. En beleggers zijn voor hun nieuwbouwaankoop wellicht geïnteresseerd in een garantie op de toekomstige huurstream, of in een eindwaardeverzekering. Dergelijke financiële producten zijn nog niet beschikbaar, maar er is sprake van een latente marktvraag. Het is wachten op de eerste ondernemende aan-

bieder die de risico's en schadeposten durft te vertalen naar een premie.

Wat theoretisch al wel uitgebreid is beschreven (Fakton 2007) en verkennend in de praktijk wordt gebracht, zijn de zogeheten Real Options. Net als gewone opties biedt de reële optie een recht om een bepaalde handeling uit te voeren in de (nabije) toekomst. Maar in tegenstelling tot gewone financiële opties voegen deze reële opties waarde toe. Het al dan niet mogen beginnen met projecten is een voorbeeld van een reële optie. Tegenover dit recht staat een te betalen premie, maar de ontwikkelaar is niet verplicht om de optie uit te oefenen. Voor de gemeenten betekenen opties bij uitoefening de plicht om de grond te leveren en omgekeerd het risico dat de optie niet wordt gelicht en het project (voorlopig) niet doorgaat. Daar tegenover staat dus de betaalde premie. Voor marktpartijen worden risico's met optieregelingen beter beheersbaar en substantiële voorinvesteringen worden vermeden. Op het totale project neemt met het inpassen van reële opties binnen de contractafspraken voor zowel gemeente als ontwikkelaar de waarde toe.

Nieuwbouwmakten zijn in zwaar weer terecht gekomen. Dalende opbrengsten zetten bouwprojecten onder druk. Maar dat wil niet zeggen dat de projecten onhaalbaar zijn geworden. Partijen die de risico's goed kunnen inschatten en verdelen met andere betrokkenen, krijgen de rekensom nog steeds rond. Daarnaast is niet enkel sprake van risico's. Neergaande markten bieden zoals zo vaak ook kansen voor goed ondernemerschap. Dit is hét moment om als gemeenten en ontwikkelaars tot slimme afspraken te komen. De haalbaarheid kan worden gegarandeerd door creatieve oplossingen zoals optieregelingen. Angst is een slechte raadgever en het is niet nodig om hierdoor de nieuwbouwproductie te laten stilvallen.

MATTHIEU ZUIDEMA EN MARTIJN BOERKOEL

De auteurs zijn werkzaam bij Fakton.

Huurgroeiopotentie

Opbrengsten	Eind 2007	Eind 2008
- Huurprijs per m ² VVO	200 euro	200 euro
- Bruto aanvangsrendement	6,0%	7,0%
- Huurprijsstijging	3,5%	0,0%
Kosten		
- Bouwkosten (per m ² BVO)	1.300 euro	1.300 euro
- Bijkomende kosten (over bouwkosten)	20%	20%
- Algemene kosten (over bouw- en bijkomende kosten)	5%	5%
- Winst en risico (over omzet)	8%	8%
- Bouwtijd	2 jaar	2 jaar

Residuele grondwaarde (in miljoen euro)

