

Bouwfonds REIM Research

Hoofdredactie
Léon Muller*AC
033 750 4782
l.muller@bouwfonds.nl

Auteurs
Roelfke Buitink- van de Pol*AC
033 754 4641
r.buitink@bouwfonds.nl

In samenwerking met
Kaj Deana
Eva Huijgen
Melisa Rijnders

Deze publicatie wordt u aangeboden door Bouwfonds REIM Research. Bouwfonds REIM Research experts analyseren ontwikkelingen en combineren hun beoordelingen in een visie en een beleggingsbeleid voor particuliere en institutionele beleggers.

Bestellingen
Als Bouwfonds REIM relatie kunt u zich op <MarketUpdate> abonneren. Extra exemplaren van deze publicatie kunt u opvragen bij uw relatiebeheerder of via de mailbox van Research bestellen: researchbreim@bouwfonds.com

Bouwfonds REIM Research
PO Box 15
3870 DA Hoevelaken
Netherlands

T: +31 33 754 4630
F: +31 33 754 4656
E: researchbreim@bouwfonds.com
I: www.bouwfonds.nl

Duurzaam Vastgoed

Samenvatting

- Er zijn veel verschillende meetmethodes om te meten hoe duurzaam vastgoed is. Internationaal zijn BREEAM en LEED het bekendst en nationaal GreenCalc+, GPR Gebouw, BREEAM.nl en het 4P-model. De meeste van deze methodes zijn echter niet geschikt voor zowel bestaand als nieuw vastgoed, commercieel als residentieel vastgoed. Daarnaast zijn ze vaak niet internationaal inzetbaar en wordt bij het merendeel van de methodes niet voldoende gekeken naar beleggingsaspecten die van belang zijn bij de duurzaamheid van een object.
- Bouwfonds REIM hanteert een ruim duurzaamheidsbegrip, dat verder gaat dan het energieverbruik en de CO₂-uitstoot, en ook rekening houdt met structurele duurzaamheidsaspecten als bereikbaarheid, kwaliteit van een locatie en flexibiliteit van het gebouw.
- Geen van de bestaande meetmethodes is geschikt om onze gehele portefeuille te meten op onze definitie van duurzaamheid. GPR Gebouw komt het dichtst in de buurt. Als aanvulling op deze meetmethode hebben wij het LOG-model ontwikkeld. De Locatie, het Object, en de Gebruiker staan centraal in deze methode en GPR Gebouw vormt de basis. Voordeel van het LOG-model is dat het toepasbaar is voor alle vastgoedsectoren en dat het internationaal toepasbaar is. Daarnaast is deze methode geschikt voor bestaand vastgoed en nieuwbouw.
- Ten opzichte van de bestaande meetmethodes spelen bij het LOG-model andere factoren een rol van betekenis of worden sommige factoren zwaarder meegenomen. Dit zijn factoren betreffende de bereikbaarheid van een gebouw, het voorzieningenniveau op de locatie en de uitstraling en kwaliteit van de omgeving. Volgens Bouwfonds REIM is het van belang dat duurzame gebouwen staan op locaties waar ook vraag is naar deze gebouwen.
- Het LOG-model is reeds ontwikkeld voor de Nederlandse woningmarkt en kantorenmarkt. Er wordt momenteel gewerkt aan een versie voor de Duitse woningmarkt en de overige vastgoedsectoren waarin Bouwfonds REIM actief is. In deze MarketUpdate is als voorbeeld een kantoorpand in Den Haag opgenomen. Dit voorbeeld laat zien dat een matig duurzaam pand volgens de GPR Gebouw meting in onze ogen duurzamer is.

Meetmethodes

Hoe duurzaam is de huidige portefeuille van een vastgoedbelegger? Hoe kan een portefeuille verduurzaamd worden? Om deze vragen te beantwoorden kunnen verschillende meetmethodes worden gebruikt.

Internationaal

Internationaal zijn er verschillende meetmethodes om de duurzaamheid van gebouwen te meten. De bekendste zijn het Amerikaanse label LEED (Leadership in Environmental and Energy Design) en het Britse BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Method). De methodes hebben hun beperkingen.

LEED is moeilijk toepasbaar in Europa omdat het gebaseerd is op Amerikaanse regelgeving en referentieprojecten. Bij BREEAM is dit makkelijker, omdat het zo is opgebouwd dat de nationale regelgeving en referenties zijn in te passen in de methodiek.

In Europa zijn vastgoedpartijen op dit moment op zoek naar één methode voor het meten van duurzaamheid van gebouwen. De Europese markt is heel divers door nationale en regionale beoordelingsinstrumenten. Om de Europese vastgoedmarkten onderling vergelijkbaar te maken is één meetinstrument noodzakelijk. Mede hierdoor is ISA (International Sustainability Alliance) opgericht. Bouwfonds REIM is samen met FGH Bank, ook onderdeel van de Rabo Vastgoedgroep, één van de founding members. Het doel van ISA is om een grotere mate van duurzaamheid te bereiken, door onder andere betere metingen en een beter begrip van de duurzame bedrijfsvoering. Begonnen wordt met de kantorenmarkt.

Nederland

Binnen Nederland zijn diverse meetmethodes voor het meten van duurzaamheid. De bekendste meetmethodes zijn:

- GreenCalc+
- GPR Gebouw
- BREEAM.nl
- 4P-model

Elke methode hanteert haar eigen methodiek om duurzaamheid te meten en in een score uit te drukken. Het merendeel van deze meetmethodes kunnen, nu of in de toekomst, gebruikt worden voor het meten van de duurzaamheid van zowel nieuwe als bestaande kantoren en woningen. In de tabel op de volgende bladzijde zijn de belangrijkste eigenschappen per meetmethode opgenomen.

Op dit moment wordt er door de Dutch Green Building Council (DGBC) gewerkt aan een standaard meetinstrument met internationale bekendheid voor duurzaamheid bij zowel bestaande als nieuwe gebouwen. Dit wordt BREEAM.nl. GreenCalc en GPR Gebouw kunnen in de nabije toekomst geïntegreerd worden in de BREEAM.nl methodiek.

Figuur 1 Voorbeelden Nederlandse meetmethodes

Naam	GreenCalc+	GPR Gebouw	BREEAM.nl	4P Model
Thema			X	
<i>Energie</i>	X	X	X	X
<i>Gezondheid</i>		X	X	X
<i>Materiaal/afval</i>	X	X	X	X
<i>Water</i>	X	X	X	X
<i>Gebruikskwaliteit</i>		X		X
<i>Toekomstwaarde</i>		X		X
<i>Landgebruik/ecologie</i>		X	X	X
<i>Mobiliteit</i>	X	X	X	X
<i>Management</i>			X	X
Kwalificerend		X	X	X
Kwantificerend	X	X	X	
Nieuw vastgoed	Woningen Kantoren Scholen Winkels Gezondheids- centra	Woningen Kantoren Bedrijfs- ruimte* Scholen	Woningen Kantoren Scholen Winkels Bedrijfs- ruimte	Kantoren
Bestaand vastgoed	Woningen Kantoren Scholen Winkels Gezondheids- centra	Woningen Kantoren Bedrijfs- ruimte* Scholen	Kantoren Woningen* Scholen* Winkels* Bedrijfs- ruimte*	Kantoren
Internationaal inzetbaar		X		

* in ontwikkeling
 Bron: GPR Gebouw.nl en Bouwfonds REIM

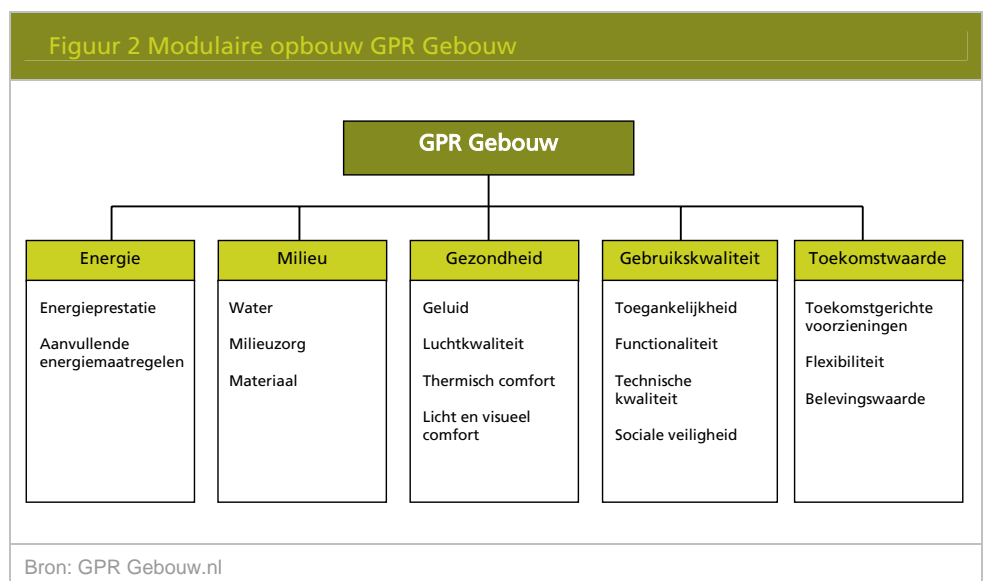
GPR Gebouw

Bouwfonds REIM hanteert een ruim duurzaamheidsbegrip, dat verder gaat dan het energieverbruik en de CO₂-uitstoot, maar vooral ook rekening houdt met structurele duurzaamheidsaspecten als bereikbaarheid, kwaliteit van een locatie en flexibiliteit van het gebouw. Volgens de definitie die Bouwfonds REIM hanteert, kenmerken duurzame vastgoedbeleggingen zich door investeringen waarbij in de ontwikkeling en exploitatie wordt gestreefd naar optimalisatie van de ecologische, economische en sociale behoeften binnen een samenleving. Een dergelijke definitie blijft theorie wanneer er verder in de praktijk geen inhoud aan wordt gegeven. Een van de eerste prioriteiten binnen Bouwfonds REIM is dan ook geweest om een methode te vinden om de stand van zaken op duurzaamheidsniveau te meten.

Geen van de bestaande meetmethodes sluit op dit moment aan op ons duurzaamheidsbegrip. De meetmethode die het dichtst in de buurt komt is GPR Gebouw. GPR Gebouw is dan ook gekozen als basis voor het meten van duurzaamheid binnen Bouwfonds REIM. Redenen voor de keuze van deze methode boven andere methodes:

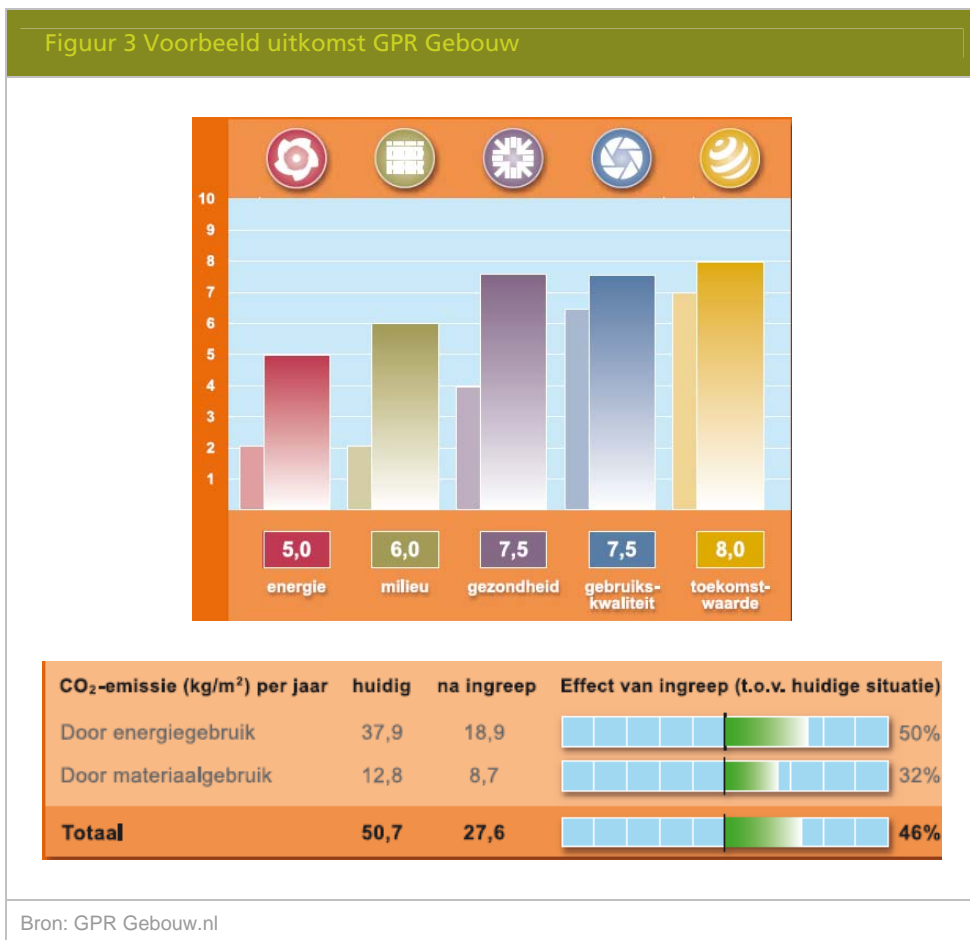
- Geschikt voor bestaand en nieuw vastgoed;
- Geschikt voor commercieel en residentieel vastgoed;
- Internationaal inzetbaar;
- Kosten efficiëntie.

GPR Gebouw wordt gebruikt om de duurzaamheid van een nieuw of bestaand gebouw in kaart te brengen of voor het maken van keuzes bij groot onderhoud of renovatie. Voor het in kaart brengen van de kwaliteit- en duurzaamheidsprestaties van een gebouw wordt bij deze methode gebruik gemaakt van een modulaire onderverdeling in verschillende thema's. In de actuele versie van GPR Gebouw 4.0 zijn dat de thema's energie, milieu, gezondheid, gebruikskwaliteit en de toekomstwaarde. Per module is een score tussen 1 en 10 te behalen. De modules zijn onderverdeeld in submodules. De gewogen scores behaald in de submodules geven samen de prestatie van de betreffende module.



De startwaarde is een 6,0, wat bij benadering met het Nederlandse Bouwbesluitniveau (nieuwbouw) overeenkomt. Ten opzichte van deze startwaarde kunnen toegepaste maatregelen negatief scoren, als ze niet voldoen aan het prestatieniveau van het Bouwbesluit en positief scoren, wanneer ze verder gaan dan vereist. Het nieuwbouw Bouwbesluitniveau is ook voor een bestaand gebouw als referentie gekozen, omdat hierdoor de behaalde prestaties van de bestaande bouw te vergelijken zijn met die van de nieuwbouw. Gevolg hiervan is dat bestaande gebouwen vaak een onvoldoende zullen scoren, omdat in de loop der jaren de eisen in de wet- en regelgeving zijn aangescherpt.

Figuur 3 Voorbeeld uitkomst GPR Gebouw



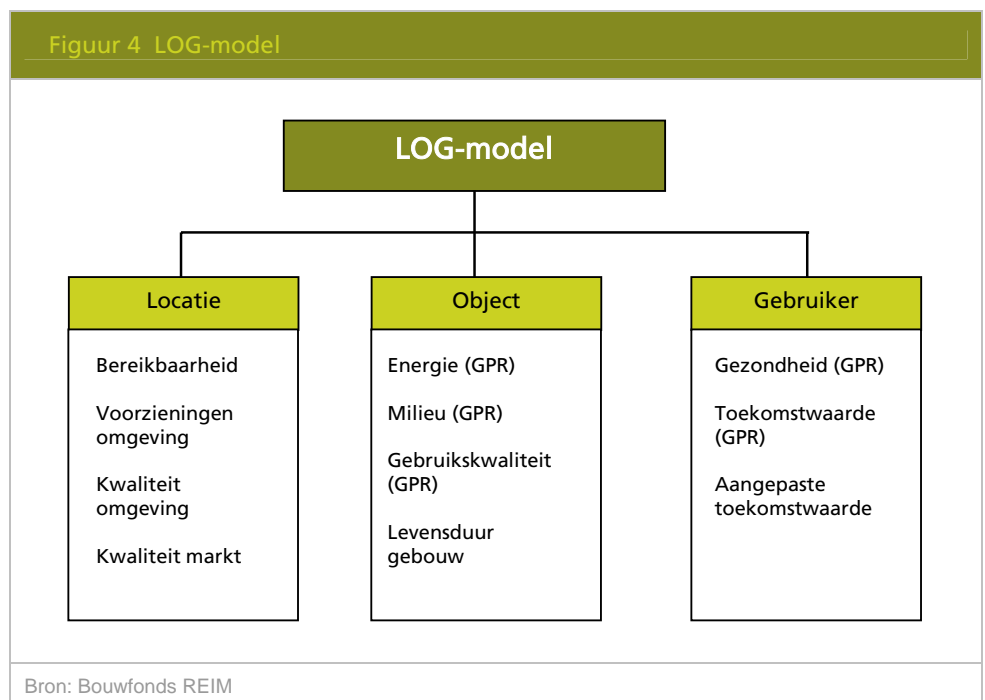
Voor een bestaand gebouw kunnen in de modules de gebouwkenmerken van zowel de huidige situatie (zonder ingreep) als de situatie na ingreep ingevoerd worden. Dit geeft informatie over de mate van kwaliteitsverbetering door renovatie of groot onderhoud.

LOG-model

Bij de beoordeling van de duurzaamheid van een gebouw spelen naar de mening van Bouwfonds REIM ook andere factoren een rol van betekenis. Denk hierbij aan de bereikbaarheid van een gebouw, het voorzieningenniveau op de locatie en de uitstraling en kwaliteit van de omgeving. Daarnaast is Bouwfonds REIM van mening dat duurzame gebouwen op locaties staan waar ook vraag is naar deze gebouwen. Een energiezuinig gebouw dat leegstaat op een ongunstige locatie, bijvoorbeeld niet nabij snelwegen of openbaar vervoer, is in onze ogen niet duurzaam. Marktvariabelen als leegstand, liquiditeit en omvang van de markt spelen een belangrijke rol in de bepaling of het gebouw op de juiste plek staat.

GPR Gebouw kijkt alleen naar gebouwspecifieke factoren. De scores van duurzaamheid door GPR Gebouw en de aanvullingen van ons duurzaamheidsbegrip vormen samen de basis voor het door Bouwfonds REIM ontwikkelde LOG-Model (Locatie Object Gebruiker). De Locatie, het Object, en de Gebruiker staan centraal in deze methode en GPR Gebouw vormt de basis. Voordeel van het LOG-model is dat het toepasbaar is voor alle vastgoedsectoren, voor zowel bestaande bouw als nieuwbouw en dat het internationaal toepasbaar is. Op dit moment is het LOG-model ontwikkeld voor de Nederlandse woning- en kantorenmarkt. Er wordt gewerkt aan een versie voor de Duitse woningmarkt en de andere vastgoedsectoren waarin Bouwfonds REIM actief is.

Op basis van een gewogen score van de drie hoofdcategorieën Locatie, Object, Gebruiker kan een score worden behaald tussen de 1 (niet duurzaam) en 10 (erg duurzaam). De hoofdcategorieën zijn onderverdeeld in subcategorieën. Per subcategorie kan ook een score worden gehaald van 1 tot 10. De gewogen score van de subcategorieën geven de prestatie van de hoofdcategorie weer.



Omdat de marktkenmerken tussen de woningmarkt en de kantorenmarkt verschillen is het LOG-model specifiek voor elk vastgoedsegment ontwikkeld. De hoofdcategorieën (Locatie Object en Gebruiker) zijn voor beide modellen gelijk, maar de weging verschilt. In het LOG-model voor de woningmarkt wordt locatie zwaarder gewogen dan in het kantorenmodel. In het kantorenmodel wordt object weer zwaarder gewogen. Het grootste verschil tussen het LOG-model voor de kantoren- en woningmarkt is terug te vinden in de subcategorieën, zowel qua factoren als qua weging. Hieronder worden de verschillende hoofd- en subcategorieën kort besproken.

Locatie

Duurzame gebouwen staan volgens Bouwfonds REIM op locaties waar ook vraag is naar deze gebouwen. Onderstaande tabel geeft voorbeelden van subcategorieën welke van belang zijn voor een duurzame locatie.

Figuur 5 Voorbeelden hoofdcategorie Locatie

Locatie	Kantoren	Woningen
Bereikbaarheid	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bereikbaarheid auto ■ Bereikbaarheid OV ■ Bereikbaarheid vliegtuig 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Parkeervoorzieningen ■ Bereikbaarheid OV
Voorzieningen omgeving	<ul style="list-style-type: none"> ■ Winkels/horeca ■ Recreatief water/groen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Winkels/horeca/cultuur ■ Onderwijs
Kwaliteit omgeving	<ul style="list-style-type: none"> ■ Verscheidenheid gebouwen ■ Negatieve belevingswaarde 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Samenhang straatbeeld ■ Sociaal imago ■ Verkeersdrukte
Kwaliteit markt	<ul style="list-style-type: none"> ■ Omvang kantorenmarkt ■ Toekomstverwachtingen ■ Marktvolatiliteit ■ Liquiditeit 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bereikbaarheid banen ■ Bevolkingsontwikkeling ■ Prijsniveau

Bron: Bouwfonds REIM

Voor zowel kantoren als woningen geldt dat voor het bepalen van de mate van duurzaamheid bereikbaarheid per openbaar vervoer belangrijk is. Voor woningen is daarnaast het aantal parkeervoorzieningen in de omgeving van belang. Bij een kantoorpand heeft de aanwezigheid van een vliegveld een positieve invloed. Qua voorzieningen in de omgeving wordt er voor de woningmarkt naast winkels, horeca en culturele voorzieningen ook gekeken naar de aanwezigheid van onderwijsinstellingen.

Bij kwaliteit van de omgeving gaat het niet alleen om positieve elementen in de omgeving, zoals een samenhangend straatbeeld. Het gaat ook om negatieve elementen, bijvoorbeeld om overlast door de aanwezigheid van industriële activiteiten of verkeersdrukte. Bij woningen wordt ook gekeken naar het sociaal economische imago van de wijk in relatie tot de stad.

Bij kwaliteit van de markt wordt gekeken naar de omvang van de lokale markt. Zoals eerder vermeld spelen hierbij marktvariabelen als prijsniveau, leegstand, liquiditeit en omvang van de markt een belangrijke rol in de bepaling of het gebouw op de juiste plek staat. Zo geldt voor de kantorenmarkt dat hoe kleiner de kantorenvorraad hoe minder stabiel en dus minder duurzaam de markt is. Want de markt wordt vooral gestuurd door enkele kleine en middelgrote transacties. Om te bepalen hoe duurzaam een markt is, is het van belang om naast de situatie op dit moment ook naar de toekomstige situatie te kijken. Want is de lokale markt over een aantal jaren ook nog aantrekkelijk? Als bijvoorbeeld het aantal huishoudens groeit kan dit leiden tot een aanhoudende vraag naar woningen. Bij woningen wordt ook gekeken in hoeverre de centra voor werk toegankelijk zijn binnen de spits. Hoe meer banen bereikbaar zijn, hoe aantrekkelijker de woningmarkt.

Object

Bij de hoofdcategorie Object worden de onderdelen Energie, Gebruikskwaliteit en Milieu van GPR Gebouw als basis gebruikt. Hiernaast wordt gekeken naar de belevingswaarde van het gebouw. Bouwfonds REIM is bijvoorbeeld van mening dat monumenten een bewezen duurzaamheid hebben.

Figuur 6 Voorbeelden hoofdcategorie Object

Object	Kantoren	Woningen
Energie	■ Pijler 1 Energie (GPR)	■ Pijler 1 Energie GPR
Milieu	■ Pijler 4 Gebruikskwaliteit (GPR)	■ Pijler 4 Gebruikskwaliteit (GPR)
Gebruikskwaliteit	■ Pijler 2 Milieu (GPR)	■ Pijler 2 Milieu (GPR)
Levensduur gebouw	<ul style="list-style-type: none"> ■ Monumentenstatus ■ Bouwjaar ■ Renovatiejaar 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Monumentenstatus ■ Bouwjaar ■ Renovatiejaar

Bron: Bouwfonds REIM

Gebruiker

Bij de hoofdcategorie Gebruiker worden de onderdelen Gezondheid en Toekomstwaarde van GPR Gebouw gebruikt. De toekomstwaarde is wel aangepast, aangezien bij locatie de belevingswaarde van de omgeving al is meegenomen.

Figuur 7 Voorbeelden hoofdcategorie Gebruiker

Gebruiker	Kantoren	Woningen
Gezondheid	■ Pijler 3 Gezondheid (GPR)	■ Pijler 3 Gezondheid (GPR)
Toekomstwaarde	■ Pijler 5 Toekomstwaarde (GPR)	■ Pijler 5 Toekomstwaarde (GPR)
Aangepaste toekomstwaarde	■ Correctie voor belevingswaarde	■ Correctie voor belevingswaarde

Bron: Bouwfonds REIM

Voorbeeld project



De toevoegingen van het LOG-model aan de methode van GPR Gebouw leidt volgens Bouwfonds REIM tot een betere beoordeling van gebouwen op de mate van duurzaamheid. Ter illustratie kan het kantoorgebouw Terminal Zuid op de Schedeldoekshaven te Den Haag worden genoemd. Het kantoorpand van ruim 10.000 m² is gebouwd in 1991/1992 en de entree is gerenoveerd in 2006. Het object bestaat uit een kantoorgebouw met 108 eigen parkeerplaatsen. Het gebouw is gelegen in de aanloop naar het Prins Bernhardviaduct, aan de rand van het centrum van Den Haag. Binnen 5 minuten kunnen het centrum respectievelijk het Centraal Station worden bereikt. Het gebouw scoort volgens GPR Gebouw over de 5 pijlers slechts gemiddeld, met een totale score van 6,5. In het LOG-model wordt het gebouw wel beschouwd als duurzaam gebouw en krijgt het een score van 7,1.

Van alle kantoorpanden die op dit moment gemeten zijn volgens zowel de GPR-methode als de LOG-methode, is dit pand het op één na duurzaamste kantoorpand volgens de LOG-methode. Bij de GPR-methode is het pand het 11^e duurzame kantoorpand.

Deze goede LOG score wordt met name gehaald door:

- Een positieve beoordeling van de bereikbaarheid. Het pand is niet alleen goed te bereiken via de snelweg, maar ook per openbaar vervoer;
- Uitgebreide voorzieningen in de omgeving, zoals horeca, winkels en culture voorzieningen;
- Verscheidenheid aan gebouwfuncties in de directe omgeving;
- Lokale kantorenmarkt is goed. De Haagse kantorenmarkt heeft niet alleen een grote kantorenvorraad, het kent ook een relatief lage leegstand en een constante vraag naar kantoorruimte. Doordat de verwachting is dat de kantoorgebonden werkgelegenheid in Den Haag de komende jaren toeneemt, is onze verwachting dat ook de vraag naar kantoorruimte groot zal blijven.

In het LOG-model wordt namelijk veel aandacht geschonken aan de bepaling van de aantrekkelijkheid van de omgeving van gebouwen op lange termijn, het voorzieningenniveau en de verwachte vraag naar dergelijke gebouwen in de toekomst.

Dit gebouw is ook een opvallend voorbeeld als gekeken wordt naar de meting van de duurzaamheid op basis van alleen het energielabel. Volgens deze methode is er in 2009 een F-label afgegeven. Uitsluitend door een wijziging in de meetmethode door de overheid kreeg het pand in 2010 niet meer een F-label maar een D-label. Deze verandering komt door het laten meewegen van de mate van infiltratie van de gevel in de labeling. Hiermee voldoet het gebouw zonder enige wijziging of investering plotseling bijna aan het duurzame inkoopbeleid van de overheid (minimaal C-label), terwijl de overheid juist de huurder is in dit gebouw. Dit illustreert de relatief prille fase waarin het duurzaamheidsvraagstuk zich in de vastgoedsector nog bevindt en de problemen die dit oplevert bij beleggers.

Belangrijke Juridische Mededelingen

Deskundigen van Bouwfonds REIM Research analyseren ontwikkelingen en combineren hun oordeel tot een gezamenlijke visie en in een beleggingsstrategie voor particuliere en institutionele beleggers.

ALLEEN VOOR PROFESSIONEEL GEBRUIK EN PERSOONLIJKE INFORMATIE

Deze publicatie is uitsluitend opgesteld voor informatieve doeleinden en de informatie omvat geen aanbod voor een belegging of juridisch- of fiscaal- of beleggingsadvies. Verspreiding onder particuliere klanten in enige jurisdictie die registratie zou vereisen of vergunning van de verspreider die de verspreider thans niet heeft, is niet toegestaan. Materiaal betekent alle onderzoeksinformatie die opgenomen is in enige vorm waaronder, maar niet beperkt tot, gedrukte informatie, in elektronische vorm, presentaties, e-mail, SMS of WAP. Wij verwijzen u naar belangrijke juridische mededelingen op onze website: www.bouwfonds.com/site/en-gb/Asset+Management/Overview/Research+Disclosures.htm

■ **Duurzaam Vastgoed**

De inhoud van dit document, inclusief enige uitdrukking van een mening of een prognose, is verkregen uit of gebaseerd op bronnen die wij betrouwbaar achten. De inhoud kan projecties bevatten of andere toekomstgerichte uitspraken betreffende toekomstige gebeurtenissen of toekomstige financiële ontwikkelingen in landen of markten, waarvan werkelijke gebeurtenissen of resultaten materieel kunnen afwijken. De meningen, prognoses, veronderstellingen, schattingen, afgeleide waarderings- en doelprijzen die in dit document zijn opgenomen, gelden op de aangegeven datum en zijn onderhevig aan veranderingen op enig moment zonder voorafgaande aankondiging. Meninge n die tot uitdrukking worden gebracht, geven de huidige visie weer van de schrijver, die niet noodzakelijkerwijs overeen komt met de meningen van Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. of de daarmee verbonden ondernemingen (hierna: "Rabobank"). Meninge n die tot uitdrukking worden gebracht, kunnen afwijken van visies die worden geuit in andere documenten, waaronder research, die gepubliceerd wordt door de Rabobank. Er wordt geen garantie geven voor de nauwkeurigheid, toereikendheid of volledigheid van de inhoud van dit document en er wordt geen aansprakelijkheid aanvaard voor enig verlies dat zou kunnen ontstaan door het gebruik van dit document. Dit document wordt elk kwartaal uitgegeven in het Nederlands, Engels en Duits. Sluitingsdatum kopij: 2 maart 2011.

■ **Risicoverklaring**

De vastgoedsector kan cyclisch zijn en wordt geconfronteerd met risico's op verschillende niveaus. Het eerste niveau betreft de economie, zowel macro als lokaal, die de vraag negatief kan beïnvloeden, alsmede de potentie van huurders om huur te betalen. Een excessief aanbod kan ook leiden tot dalende huurprijzen. Stijgende rentetarieven kunnen de zekerheid van het huurdersbestand aantasten, de ontwikkelingsmarges aanzienlijk doen dalen en de neiging tot investeren verminderen. Rentetarieven, obligatierendementen en de relatieve aantrekkelijkheid van andere beleggingscategorieën kunnen alle de waarde van vastgoed beïnvloeden. De waarde van vastgoed kan ook worden beïnvloed door wijzigingen in planning, belastingen, technologie en huurstructuren. Deze risico's kunnen in de vastgoedsector worden vergroot door ontwikkelingsrisico's, financiering met vreemd vermogen en de rating. Diversificatie verzekert niet van winst en is geen garantie tegen verlies.

■ **Belangrijke informatie voor Amerikaanse ingezetenen!**

Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. is geen geregistreerde dealer-broker conform de U.S. Securities Exchange Act of 1934, zoals thans van kracht (de "1934 Act") en volgens de van toepassing zijnde wetten in de Verenigde Staten. Bovendien is Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. geen geregistreerde beleggingsadviseur conform de U.S. Investment Advisers Act van 1940, zoals thans van kracht (de "Advisers Act" en samen met de 1934 Act, de "Acts") en onder de van toepassing zijnde wetten in de Verenigde Staten. Dientengevolge zijn bij afwezigheid van een specifieke vrijstelling conform de Acts alle diensten op het gebied van brokerage en beleggingsadvies die worden geleverd door Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. waaronder (zonder beperking) de producten en diensten die in dit document worden beschreven niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen. Noch dit document, noch een kopie hiervan mag naar de Verenigde Staten worden verzonden of daarheen worden meegenomen, of verspreid in de Verenigde Staten of verstrekt aan een Amerikaanse ingezetene.

Bouwfonds REIM Research

Global Head of
Research & Strategy:

Léon Muller*
+31 33 750 4782
l.muller@bouwfonds.nl

Market Research:

Kaj Deana*
Head of Market Research BENELUX
+31 33 750 4743
k.deana@bouwfonds.nl

Gökhan Aydinli*

Head of Market Research DACH
+49 30 5900 9784
g.aydinli@bouwfonds.de

Benjamin Rüter*

Research Analyst
+49 30 5900 9761
b.rueter@bouwfonds.de

Investment Strategy:

Jeroen Beimer*
Senior Research Analyst
+31 33 750 4767
j.beimer@bouwfonds.nl

Roelfke Buitink- van de Pol*

Research Analyst
+31 33 754 4641
r.buitink@bouwfonds.nl

Sinds 2004 geeft Bouwfonds REIM's *MarketUpdate* de essentie weer van onze unieke research, perspectieven en meningen over belangrijke thema's die beleggers wereldwijd beïnvloeden in publicaties voor onze klanten over de gehele wereld.

Als vooraanstaand kenniscentrum in de vastgoedsector geeft Bouwfonds REIM Research een gedetailleerd inzicht in en analyse van vastgoed, markten en economieën, tijdige beleggingen, verleden, heden en toekomst. Als onderdeel van het transparant intellectueel leiderschapsprogramma stelt Bouwfonds REIM Research veel materiaal publiekelijk beschikbaar op www.bouwfondsreim.nl. Om rapporten te ontvangen, contactinformatie te actualiseren of om verwijderd te worden van de distributielijst, kunt u ons e-mailen op researchbreim@bouwfonds.com, of bellen naar ons hoofdkantoor in Nederland, nummer +31 33 754 4668.

This publication has been prepared by: Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. (Bouwfonds REIM), or a group company thereof ("Bouwfonds"). Bouwfonds REIM is an affiliate of Rabo Vastgoedgroep Holding N.V. Rabo Vastgoedgroep Holding N.V., its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as Rabo Real Estate Group.

Bouwfonds REIM B.V. registered office: De Beek 18, NL-3871 MS Hoevelaken, PO Box 15, NL-3870 DA Hoevelaken, The Netherlands.

This publication was based on current facts and conditions that can change from time to time. The information contained herein is based on selected sources considered reliable. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein. No representation is made by us as to the reasonableness of the assumptions made within or the accuracy or completeness of any models contained herein. Any opinions expressed in this publication are subject to change without notice and reflect the current judgment of the author and may therefore differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V.. Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. is under no obligation to update or keep current the information contained herein. This publication has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. It is published solely for informational purposes and is not intended to, and should not be relied upon as comprising a complete report or analysis. Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V., its members, affiliates, employees, related accounts, discretionary accounts, or clients may have or have had interests or long or short positions (including loans) in the securities or other financial instruments referred to herein, and may at any time make purchases and/or sales in them as principal or agent. This publication does not constitute any offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security, provide any underwriting commitment, or make any offer of financing on the part of us, nor is it intended to give rise to any legal relationship with you or any other person, nor is it a recommendation to buy any securities or enter into any transaction or financing. Neither Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. nor any of its affiliates, nor any of Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V.' or any of its affiliates, directors, employees or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this publication. This publication should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. No part of it may be (i) copied, photocopied or duplicated in any form by any means, or (ii) redistributed without the prior written consent of Real Estate Investment Management B.V.. Any Translation has no legal force and is provided to the customer for convenience only. The conditions in the Dutch language shall be binding and prevail in all respects. The law of the Netherlands shall apply. The disclosures contained in research publications produced by Bouwfonds REIM shall be governed by and construed in accordance with Dutch law.

US Person Disclaimer

Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. is not a registered broker-dealer under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "1934 Act") and under applicable state laws in the United States. In addition, Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V. is not a registered investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940, as amended (the "Advisers Act" and together with the 1934 Act, the "Acts"), and under applicable state laws in the United States. Accordingly, absent specific exemption under the Acts, any brokerage and investment advisory services provided by Bouwfonds Real Estate Investment Management B.V., including (without limitation) the products and services described herein are not intended for U.S. persons. Neither this document, nor any copy thereof may be sent to or taken into the United States or distributed in the United States or to a US person.

Copyright and database rights protection exists in this publication. Apart from fair dealing for the purposes of research or private study, or criticism or review, and only as permitted under the U.K. Copyright Designs and Patents Act 1998, Bouwfonds REIM specifically prohibits the redistribution of this material in whole or in part without the written permission of Bouwfonds REIM and Bouwfonds REIM accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. U.S. copyright law is applicable in the USA.

© Bouwfonds REIM 2011. All rights reserved. When quoting, please cite "Bouwfonds REIM Research".

*Employed by a non-U.S. affiliate of Rabo Real Estate Group N.V. and is not registered/qualified as research analysts under NYSE/NASD rules, unless otherwise noted.

Bouwfonds REIM BV
Postus 15
NL-3870 DA Hoevelaken
Nederland

T: +31 33 754 4668
F: +31 33 750 4777
E: researchbreim@bouwfonds.com

Bouwfonds REIM Germany GmbH
Potsdamer Strasse 58
D-10785 Berlin
Duitsland

T: +49 30 5900 9760
F: +49 30 5900 9789
E: researchbreim@bouwfonds.com

Bouwfonds REIM France SAS
6 Avenue Franklin D. Roosevelt
F-75008 Paris
Frankrijk

T: +33 1 7557 9020
F: +33 1 7557 9024
E: researchbreim@bouwfonds.com