



Hotelvastgoed, onbekend maakt onbemind...
De financierbaarheid van hotelvastgoed in Nederland



MRE Scriptie Jaargang 2014-2016
Student: Tom Burwinkel
E-mail: t.burwinkel@gmail.com
Begeleider: drs. W. van der Post
Datum: 31 augustus 2018

Voorwoord

Sluitstuk van de MRE opleiding is deze scriptie. Het is best een struikelblok geweest, maar zie hier het resultaat dat verhandelt over de financierbaarheid van hotelvastgoed in Nederland. Met dit onderzoek wil ik dieper ingaan op de materie en de belangrijke elementen bij het financieren van dit specifieke vastgoed. Het schrijven van de scriptie was een zeer leerzame periode met ups en downs en ben mijzelf meerdere malen tegekomen in het gehele proces.

Met heel veel plezier kijk ik terug op de MRE periode, een bijzondere ervaring is het geweest, waar ik veel geleerd heb en tevens ook goede vrienden heb gemaakt.

Ik wil een aantal mensen bedanken die mij in het scriptie proces hebben bijgestaan. Allereerst voor de invulling van het financieringsvlak wil ik Roel van de Bilt bedanken voor zijn geduld en steun. Ook wil ik graag Wim van der Post als mijn nieuwe begeleider bedanken, voor zijn geduld en altijd positieve woorden dat het einde in zicht is. Natuurlijk niet te vergeten het thuisfront, dat mij vaak vloekend boven mijn computer hoorde zitten en die mij dan altijd weer een glimlach op het gezicht konden toveren.

Het is tijd voor vakantie en om van een heerlijke nazomer te gaan genieten.

Tom Burwinkel
Amstelveen
Augustus 2018

Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Samenvatting.....	5
Hoofdstuk 1 Inleiding	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling	7
1.4 Centrale vraag	8
1.5 Deelvragen.....	8
1.6 Onderzoeksmethode en conceptueel model	8
1.7 Leeswijzer	9
Hoofdstuk 2 Financierings- en waarderingstheorie	10
2.1 Financieringstheorie	10
2.2 Economische Waarde voor bedrijven: Business Valuation	11
2.3 Conclusie:	13
Hoofdstuk 3 Prelude: Marktanalyse van hotels in Nederland	15
3.1 Hotels: een inleiding.....	15
3.2 De Nederlandse hotelmarkt	15
3.3 Hotels in cijfers	16
3.4 Omzet, ontwikkeling kamerprijs en bezettingsgraad van hotels in Nederland	16
3.5 Toekomst.....	17
3.6 Conclusie	18
Hoofdstuk 4 Huurcontracten van hotelvastgoed in de praktijk.....	19
4.1 Huurcontracten: een inleiding.....	19
4.2 De huurovereenkomst met vaste huur.	19
4.3 De huurovereenkomst met omzethuur.	20
4.4 De huurovereenkomst met resultaathuur.	20
4.5 De managementovereenkomst.....	20
4.6 De franchiseovereenkomst	21
4.7 Vergelijking contractvormen vanuit actorperspectief	22
4.8 Conclusie	22
Hoofdstuk 5 Waarderingen van hotels in de praktijk	23
5.1 Waarderingsbenadering.....	23
5.2 Courantheid.....	23

5.3 Waarderen van hotelvastgoed	24
5.4 Bedrijfswaarde benadering hotelvastgoed	25
5.5 Conclusie	27
Hoofdstuk 6 Financien in de praktijk	28
6.1 Inleiding	28
6.2 De hypotheek	28
6.3 Hypotheek- en pandrecht in de bankwereld en andere zekerheden	29
6.4 Kredietproces: de relevantie van een hotelfinancieringsaanvraag.....	30
6.5 De relatie tussen contractvormen en ‘zekerheid’ voor de bank.....	31
6.6 De zekerheid- en flexibiliteits-piramide voor Hotels een optie?.....	32
6.6 Conclusie	33
Hoofdstuk 7 Methode van Onderzoek	34
7.1 Methodologie	34
7.2 Hypotheses.....	34
Hoofdstuk 8 Uitwerking van het kwalitatief onderzoek	36
8.1 Inleiding.....	36
8.2 Uitwerking van de hypothesen	36
8.3 Terugblik op de interviews	40
Hoofdstuk 9 Conclusie.....	42
9.1 Inleiding	42
9.2 Beantwoording hoofdvraag.....	42
9.3 Beantwoording deelvragen	43
9.4 Reflectie.....	44
9.5 Onderzoeksaanbevelingen en mogelijk vervolgonderzoek.....	44
Bibliografie	46

Samenvatting

Deze scriptie gaat over de financierbaarheid van hotelvastgoed (door Nederlandse banken) en welke aspecten daarvoor het meest relevant zijn. De meningen over het financieringsvraagstuk lopen uiteen bij de betrokken partijen. De relatief specifieke hotelmarkt wordt sterk bepaald door de exploitatie van het vastgoed, wat een belangrijke karakteristiek van de hotelmarkt is. Tegelijkertijd is het daarmee ook een andere markt dan de meer traditionele vastgoeddeelmarkten. Normaliter is de exploitatie van het vastgoed voor zowel vastgoedfinanciers, als traditionele vastgoedinvesteerders een relatief ondergeschikt fenomeen.

Er zijn grote uitdagingen voor de hotellerie. De kosten stijgen, de marges komen onder druk te staan, locatie wordt telkens belangrijker en de technologie gaat met grote sprongen vooruit. Maar anderzijds is er nog nooit zoveel geïnvesteerd in hotels als de afgelopen jaren. Vanuit het perspectief van de exploitatie – en in het verlengde daarvan de effecten voor de financier – gaat het hier dus om een uitermate dynamische markt. De kamerprijzen en bezettingsgraden stijgen, de stroom van toeristen en zakelijke gebruikers neemt jaarlijks toe. De (hotel)markt is erg in beweging.

Uit zowel de literatuur als de praktijk blijkt voor de financierbaarheid van hotelvastgoed een aantal elementen van belang, zoals de zekerheid die voor de financiering wordt afgegeven, de waardering of taxatie van het onderpand en het type contract dat voor de huur of exploitatie van het hotel wordt gesloten.

Uit de beschreven financieringstheorieën van Modigliani & Miller kan afgeleid worden dat, wanneer er voor het aantrekken van vreemd vermogen ‘harde’ zekerheid op het pand wordt afgegeven, er meer geld geleend kan worden tegen relatief lage kosten (dat wil zeggen, een lage risico-opslag). De waardering van het pand vormt een belangrijk element voor de financiering of financierbaarheid van het pand.

De verschillen tussen de ‘traditionele manier’ van waarderen en de Business Valuation zijn, dat er uit wordt gegaan van enerzijds het contant maken van de cashflow vanuit het huurcontract en van anderzijds de cashflow uit het gebouw in zijn geheel, inclusief de exploitatie. Deze waarden zullen waarschijnlijk ook verschillen van elkaar. In het geval van Business Valuation wordt het hotelvastgoed mede gewaardeerd op basis van de kwaliteit van de exploitatie.

De huurcontracten spelen een belangrijke rol in het geheel. De keuze voor het type huurcontract wordt hoofdzakelijk bepaald door de volgende factoren: het type hotel, de studie naar de marktomstandigheden, de exploitant en de duur van het huurcontract. Uit de literatuur en uit de gesprekken blijkt dat er vijf hoofdtypen contracten kunnen worden onderscheiden in de hotelindustrie : huurcontracten gebaseerd op vaste huur, omzethuur, resultaathuur, het managementcontract en de franchise overeenkomst

Doordat er relatief grote verschillen zijn tussen deze contractvormen, heeft het type contract dat afgesloten wordt directe gevolgen voor de exploitatie en (daarmee ook) voor de financier. Ook voor de waardering van het hotelvastgoed heeft het gekozen soort (huur)contract invloed. Voor het vaststellen van de waarde van hotelvastgoed kan er gebruik worden gemaakt van de volgende drie traditionele waarderingsbenaderingen: de comparatieve benadering, de kostenbenadering of de inkomstenbenadering.

Niet alleen het hotelvastgoed, of de stenen, kunnen gewaardeerd worden, ook de exploitatie kan van een waarde voorzien worden. Hiervoor zijn ook meerdere vormen van bedrijfswaardebenadering mogelijk (zie onderstaande tabel met Waardebepalingsmethodieken hotelonderneming en hotelvastgoed van Tensen uit 2011):

Benadering bedrijfswaarde		Benadering vastgoedwaarde
Intrinsiek waarde		Afsplitsing van de onderneming
Rentabiliteitswaarde		Kostenbenadering
Intrinsieke/Rentabiliteitswaarde		Comparatieve benadering
Goodwill-methode		Inkomstenbenadering
X-maal de winst		BAR-methode
Kapitalisatie EBITDA		NAR-methode
Fair market value		X-keer-de-huur-methode
DCF-methode		DCF-methode

Voor het bepalen van de marktwaarde van hotelvastgoed zijn dus meerdere waarderingstechnieken mogelijk, maar de DCF-bedrijfswaardebepaling-methode komt er als beste uit. Hierin wordt namelijk tevens de exploitatie van het hotel meegenomen, waaraan het hotel grotendeels haar waarde aan ontleend. Voor de exploitatie is dan vervolgens het huurcontract en de gegoedheid van de exploitant van groot belang.

Als we kijken naar de financiering, zijn er diverse financieringsvormen voor banken, maar de meest voorkomende vastgoedfinanciering betreft de hypothecaire financiering. Hotelvastgoed is niet direct het makkelijkste vastgoed voor banken om te financieren, omdat het exploitatie-gerelateerd is en daarmee anders dan de andere soorten vastgoed.

De overall conclusie is dat er werk aan de winkel is voor banken. Hotelvastgoed vergt zeer specifieke kennis van de (hotel)markt en er wordt soms nog wat 'ouderwets' gedacht over het financieren van hotelvastgoed. Wanneer men betreffende kennis in huis heeft, kan een betere risico inschatting worden gemaakt door de banken, worden de kosten (risico-opslag) voor de financiering lager en kan de bank beter aansluiten op de (financierings)behoefte van de hotelvastgoedeigenaar.

Hoofdstuk 1 Inleiding

De hotelmarkt is ontzettend in de lift en maakt grote sprongen vooruit op allerlei fronten. Hierdoor groeit de interesse voor dit type vastgoed en wordt daarmee ook de vraag naar de financierbaarheid van hotelvastgoed relevanter. In dit hoofdstuk wordt de opzet en afbakening van het onderzoek beschreven. Daarbij wordt mede ingegaan op de verantwoording van de methodologie.

1.1 Aanleiding

De afgelopen jaren heeft de hotelmarkt een grote vlucht genomen. Hotels schieten als paddenstoelen uit de grond. Nieuwbouw, transformaties: het lijkt niet op te kunnen. Onder andere het citaat van Stil ('zelfs in Overamstel is er plek voor hotels') uit het Parool van februari 2016, is tekenend voor deze hausse aan nieuwe plannen. Amsterdam Overamstel is een deelgebied in Amsterdam dat momenteel bekend staat als bedrijventerrein, maar duidelijk in transitie is. Voor de gemeente Amsterdam zijn deze ontwikkelingen zelfs aanleiding geweest om een rem te zetten op de mogelijkheden nieuwe hotels toe te voegen. Deze stap lijkt te suggereren dat er teveel vierkante meters aan de markt toegevoegd worden. Ook in andere grote steden is een duidelijke toename waarneembaar (CBS, 2018).

In 2016 zijn 44,5 miljoen hotelovernachtingen in Nederland gemaakt, in 2017 groeide dit naar 48,6 miljoen hotelovernachtingen. Dat betekent een stijging van 9,2% in één jaar (CBS 2018). Hiervan zijn er 26 miljoen geboekt door internationale gasten. De meeste gasten boekten hun hotelkamer in één van de 4 grote steden in Nederland (Amsterdam, Rotterdam, Den Haag en Utrecht), met Amsterdam als significante uitschieter (Kleemans 2018).

1.2 Probleemstelling

Bovenstaande ontwikkelingen wijzen op een sterke groei van het aantal hotels, de omvang van de investeringen in hotels en een verdere internationalisering van deze markt. Op dit moment is echter slechts beperkt inzicht in de financierbaarheid van de Nederlandse hotelmarkt voor deze investeerders. De relevantie hiervan is mede gelegen in het feit dat de mate van financierbaarheid mede de aantrekkelijkheid voor beleggers bepaalt.

De meningen over het financieringsvraagstuk lopen uiteen. Op het Hotel Investment Seminar (HIS) van 2017 waren verschillende geluiden hoorbaar onder investeerders/ beleggers, maar ook onder financiers betreffende dit onderwerp (Hotel Investment Seminar/ Roersma 2017). Helder is dat voor wat betreft de financierbaarheid het erg relevant is welke waardering het object krijgt. Daarbij lijkt zich een spanningsveld voor te doen tussen de meer traditionele vastgoedactoren versus de actoren die juist vanuit de hotelwereld bij het vraagstuk betrokken zijn. De relatief specifieke hotelmarkt wordt sterk bepaald door de exploitatie van het vastgoed, wat een belangrijke karakteristiek van de hotelmarkt is. Tegelijkertijd is het daarmee ook een andere markt dan de meer traditionele vastgoeddeelmarkten. Normaliter is de exploitatie van het vastgoed voor zowel vastgoedfinanciers, als traditionele vastgoedinvesteerders een relatief ondergeschikt fenomeen.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is inzicht te verkrijgen in de mate van financierbaarheid van hotelvastgoed in de Nederlandse bancaire sector. Dit leidt tot de volgende uitwerking: er ontstaat kennis en advies op welke wijze een hotelfinanciering tot stand komt / kan komen door banken voor de vastgoedbelleger.

1.4 Centrale vraag

Uit de beschreven probleemstelling en de doelstelling kan de volgende vraagstelling worden gedestilleerd:

Welke aspecten zijn het meest relevant bij het tot stand komen van een hotelvastgoedfinanciering in de Nederlandse markt en welke bancaire financieringsmogelijkheden zijn er vanuit Nederlandse banken voor Nederlands hotelvastgoed?

Om antwoord te geven op de vraag wordt dieper ingegaan op het waarderingvraagstuk van hotelvastgoed. De veronderstelde relatie is dat een optimale waardering de risico's van financiering kan beperken. Gezien het feit dat hotelvastgoed een in hoge mate exploitatiegedreven waarde heeft is er sprake van een relatief specifieke financieringsmarkt. Dit spanningsveld staat centraal in dit onderzoek. Het huurcontract geldt als variabele die beide onderzoekselementen verbindt.

1.5 Deelvragen

Teneinde bovenstaande vraag op een valide en betrouwbare manier te beantwoorden zijn een aantal deelvragen opgesteld, die per hoofdstuk worden beantwoord.

- Welke theoretische aspecten zijn er in de literatuur over financieren en waarderen?
- Welke karakteristieken zijn onderscheidend voor de Nederlandse hotelmarkt en welke trends en ontwikkelingen zijn hierin te onderkennen?
- Welke overeenkomsten en verschillen bestaan tussen de verschillende soorten huurcontracten in de hotelmarkt?
- Welke waarderingmethodieken zijn relevant bij het bepalen van een marktwaarde voor hotelvastgoed? En welke rol spelen de verschillende huurcontracten hierbij?
- Welke elementen van het hotel zijn relevant voor de financiering ervan? En wat is de relatie tussen de vorm van het huurcontract en de 'zekerheid' voor de bank?

1.6 Onderzoeksmethode en conceptueel model

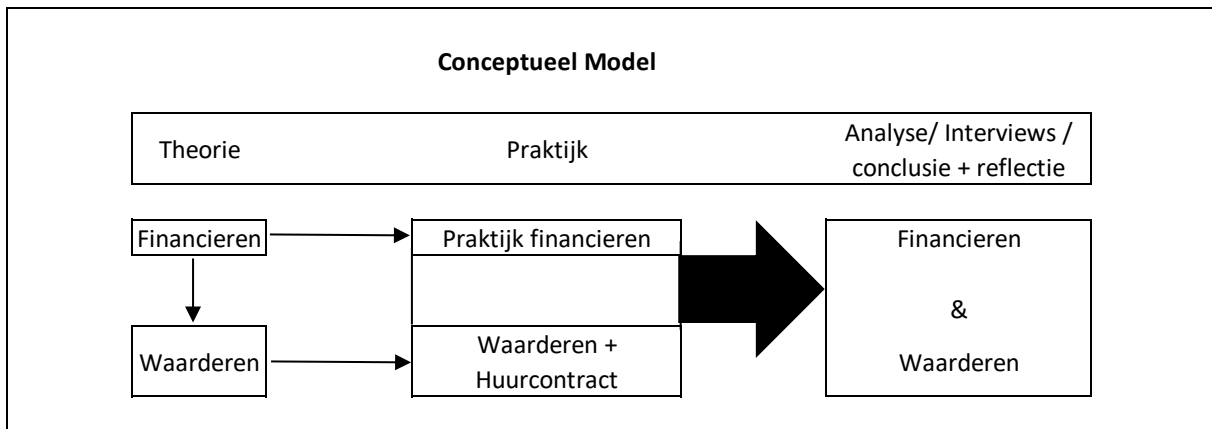
Het onderzoek heeft een verkennend karakter en wordt opgebouwd langs een theoretisch deel (T), een praktijkgedeelte (P) en een analysedeel (A) waarna de conclusies volgen. De centrale onderzoekselementen van dit onderzoek zijn gebaseerd op het verband tussen waardering van een hotelvastgoedobject en de financiering van dat object en de daarbij horende vereiste randvoorwaarden. Beide onderzoekselementen worden theoretisch ingebed vanuit de bestaande literatuur. Voor de financiering wordt hiertoe aangesloten bij literatuur omtrent de zogenaamde irrelevantie theorie van Modigliani en Miller. De waarderingliteratuur gaat in op het onderscheid tussen de traditionele vastgoedwaardering en de *Business Valuation* waarbij de exploitatie in een object centraal staat om tot een waardering te komen.

Na het theoretisch gedeelte van dit onderzoek in hoofdstuk 2, wordt een inventarisatie van de marktsituatie van de hotelmarkt in Nederland gegeven. Vervolgens wordt op basis van literatuuronderzoek de hotelmarkt in zijn algemeenheid besproken. Hierna wordt de relatie tussen waardering van het hotelvastgoed en financiering geanalyseerd aan de hand van de verschillende huurcontracten die binnen de hotelbranche worden gebruikt. Het huurcontract is feitelijk de samenkomst tussen exploitatie en vastgoed – daarmee is het derde relevante onderzoekselement van dit onderzoek.

Op basis van dit fundament wordt inzicht gegeven in de financieringskaders welke invloed hebben op de financiering van hotelvastgoed. Dit betekent dat dieper in wordt gegaan op de theorie over de waardebeoordeling van hotelvastgoed. Hierbij staat het onderscheid tussen exploitatievastgoed en 'standaard' vastgoed centraal.

Het onderzoek vervolgt met een kwalitatief onderzoek aan de hand van interviews van een tiental experts. Een aantal relevante betrokken partijen, zoals: vastgoed adviseurs, eigenaren, exploitanten en banken, zijn geïnterviewd. Daarmee is er vooral voor gekozen om een sectorbreed beeld te kunnen schetsen. Alle betrokken respondenten werken bij partijen die betrokken zijn bij het gros van de hoteldeals op de Nederlandse markt voor hotelvastgoed en hebben allen relevante kennis van een groot deel van de markt. Daarmee is sprake van een representatieve selecte steekproef. Aan de hand van dit empirisch onderzoek is een analyse uitgevoerd. Helaas is er op dit moment niet voldoende openbare informatie bekend om tot een kwantitatieve analyse te komen.

Daarvoor is a) de gevoeligheid van informatie te groot alsmede b) is er in aantal casussen wiskundig een te laag aantal beschikbaar om tot valide statistische uitspraken te komen. Door te kiezen voor semi-gestructureerde interviews onder een brede selectie respondenten wordt toch kennis verkregen over de actuele stand van zaken in de praktijk.



Figuur 1: Conceptueel model

1.7 Leeswijzer

Na de inleiding en de onderzoeksomschrijving in hoofdstuk 1 volgt in hoofdstuk 2 de financierings- en waarderingstheorie, waarna in hoofdstuk 3 een marktanalyse van de hotelmarkt is opgemaakt. In hoofdstuk 4, 5 en 6 wordt de theoretische basis gelegd en tevens de huidige praktijk belicht voor deze scriptie. In hoofdstuk 7 zal het onderzoek worden uitgewerkt en in hoofdstuk 8 & 9 wordt er ingegaan op de resultaten die uit dit onderzoek komen middels de conclusie, een reflectie op het onderzoek en aanbevelingen voor verder onderzoek.

Hoofdstuk 2 Financierings- en waarderingstheorie

In dit hoofdstuk zal de financierings- en waarderingstheorie verder worden geduid. Daarmee wordt de theoretische context van dit onderzoek geschetst. Tussen beide elementen bestaat een rechtstreeks verband dat centraal staat in dit onderzoek. Omdat financiering omgeven is met onzekerheid – het gaat tenslotte om het verstrekken van geld op basis van een te verwachten toekomstige retourkasstroom voor de financier – is het van belang om een zo valide en betrouwbaar mogelijke inschatting te geven van de waarde van het te financieren object en al dan niet de mogelijk toekomstige kasstromen die uit dat object voort kunnen komen. Daarmee ontstaat de relatie dat de waardering van het te financieren object van invloed is op de uiteindelijke omvang en het gevraagde rendement op de lening. Het hoofdstuk sluit af met een concluderende paragraaf.

2.1 Financieringstheorie

De literatuur omtrent het financieren van bedrijfs(activiteiten) is feitelijk allemaal gebaseerd op het basiswerk van Modigliani & Miller (1958 en 1963). In het artikel “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” hebben beide auteurs inzichten gepresenteerd over de optimale verhouding tussen schuld en eigen vermogen en de invloed hiervan op de waarde maximalisatie van de onderneming. Hoewel deze theorie daarmee in eerste instantie vooral geschikt lijkt om de potentie of positie van de (hotel)onderneming te bepalen, leggen Modigliani & Miller ook een relatie met de positie van de financier. Daarmee vormt deze theorie ook voor onderhavig onderzoek een theoretisch fundament betreffende de basisprincipes van financieren.

Modigliani & Miller presenteren een zogenaamde irrelevantie theorie. Deze theorie omschrijft dat financieringsbeslissingen niet bijdragen aan de marktwaarde van een bedrijf. De argumentatie die zij gebruiken is als volgt. Hoe hoger het aandeel vreemd vermogen in het totaal vermogen, hoe groter het risico voor de partijen die het eigen vermogen verschaffen is. Door dit hogere risico willen de eigen vermogensverschaffers een hoger rendement. Doordat vreemd vermogen ‘goedkoop’ is momenteel blijft de gemiddelde vermogensvoet gelijk.

Modigliani & Miller (1958 en 1963) hebben hiervoor een aantal, relatief strikte uitgangspunten vastgesteld:

- De kapitaalmarkt is een perfecte markt zonder enige frictie,
- Geen belastingen,
- Geen transactiekosten
- Geen kosten van faillissementen
- Financieringsbeslissingen veranderen geen kasstromen
- Er is informatie-symmetrie

Deze uitgangspunten komen terug in de neoklassieke economische theorie (waaronder Smith, 1776), waarin een optimaal functionerende markt wordt verondersteld. Actoren handelen rationeel, zijn volledig geïnformeerd en er is geen sprake van transactiekosten – hoewel ze wel degelijk een vergoeding voor het verschaffen van rendement berekenen. Dat zou mede als opvallend gesteld kunnen worden aangezien er sprake is van symmetrische informatie. Actoren weten evenveel en in dit geval alles; actoren zijn volledig geïnformeerd waardoor ook toekomstige risico's vooraf bekend zijn. Hoewel – ofwel dankzij het feit dat – deze assumpties utopisch zijn, geven zij inzicht in de relevante theoretische uitgangspunten omtrent financiering vanuit het oogpunt van zowel de geldverstrekker als de lener.

Onder de bovenstaand beschreven voorwaarden kent de uitwerking van de theorie van Modigliani & Miller twee centrale stellingen:

1. De keuze voor een bepaalde kapitaalstructuur van de onderneming heeft geen effect op de waarde van diezelfde onderneming.
2. De kapitaalkosten van vreemd of gefinancierd vermogen zijn gelijk aan de kapitaalkosten van eigen vermogen plus een premie voor het financiële risico voor de eigen vermogensverschaffers.

De beide, hierboven genoemde stellingen zijn ook van toepassing als er meer risicovolle schulden worden toegevoegd aan het kapitaal. De theorie wordt in 1963 (deels) aangepast aan de werkelijkheid, waarin sprake is van regulering, transactiekosten en niet volledig geïnformeerde actoren. Modigliani en Miller stellen in het bijzonder dat de effecten van de vennootschapsbelasting relevant zijn. Dit doen ze omdat in veel landen de rente op de schulden fiscaal aftrekbaar zijn van de te betalen vennootschapsbelasting (Modigliani & Miller, 1963).

Daarmee hebben de auteurs zelf een eerste stap gezet naar een meer institutioneel gekaderde omgeving waarin actoren handelen. Een aantal relevante doorontwikkelingen van het werk van Modigliani en Miller wordt onderstaand nader behandeld om een omvattend beeld van de theorie te presenteren.

Trade Off Theory (TOT)

Kraus en Litzenberger (1973) hebben de theorie van Modigliani en Miller doorontwikkeld tot de zogenaamde Trade Off Theory (TOT). Hierbij staat ook de verhouding tussen financier en onderneming centraal middels een analyse van de verhoudingen tussen de fiscale voordelen van het vreemd vermogen en de kosten van faillissement. Het idee hierachter is dat met het vergroten van het vreemd vermogen de kans op faillissement ook groter wordt. Hierop volgt dat de vreemd vermogen verschaffers dit in hun premie/ kostenopslag zullen doorberekenen.

Pecking Order Theory (POT)

De "Pecking Order Theory" van Myers et al. (1984) gaat uit van het feit dat de financieringskeuze van ondernemingen in een bepaalde pikorde gebeurt. Dit zou komen door asymmetrische informatie stromen tussen de onderneming en de externe investeerders (Morri & Cristanziani, 2009). Meyers' pikorde is als volgt:

1. Interne financiering komend uit de eigen onderneming
2. Financiering door vreemd vermogen
3. Financiering door extern eigen vermogen

De gedachte hierachter is dat de kosten van de verschillende manieren van financieren nogal verschillen. Financiering uit de eigen onderneming is het goedkoopst en financiering middels extern eigen vermogen het duurst. De laatst genoemde extern eigen vermogensverschaffers zoeken namelijk vaak hogere rendementen voor hun investering.

Bond & Scott (2006) stellen dat deze theorie in de praktijk niet vaak opgaat, omdat ondernemingen die vreemd vermogen kunnen aantrekken, geen eigen vermogen uit de markt zullen ophalen.

De theorie van Modigliani & Miller is dusdanig algemeen dat deze ook op zowel de positie van de hotelonderneming als van de vastgoedfinancier toepasbaar is, met dien verstande dat de assumpties in de werkelijkheid wellicht niet volledig opgaan, maar deze utopische situatie wel generaliseerbaar is naar alle sectoren.

De Trade Off Theory blijkt in dit kader relevanter voor het vastgoedfinancieringsvraagstuk. Als de Trade Off Theory namelijk wordt gevolgd, dan zouden de kosten voor faillissement relatief laag moeten zijn. Dit komt doordat er voor het aantrekken van vreemd vermogen meer zekerheid op het panden gegeven moet worden. Zekerheid op het onderpand geldt als een relatief 'harde' zekerheid, die het voor vastgoedondernemingen mogelijk maakt een hogere schuld aan te gaan. Het aantrekken van meer vreemd vermogen maakt de kans op faillissement bij het verstrekken van een dergelijke harde zekerheid niet groter, waardoor een dergelijk risico niet in de premie of kostenopslag verdisconteerd behoeft te worden. Onderzoek van Owusu-Ansah (2009), die een vergelijking met 23 andere bedrijven uit andere branches heeft gemaakt, bevestigt dit empirisch.

Een elementair onderdeel van het financieren van ondernemingen is het waarden hiervan. Bij het waarden van een onderneming dient een zo reëel mogelijke inschatting gedaan te worden van een bepaalde waarde van een onderneming, zonder daadwerkelijke prijsvorming middels een transactie. In het geval van vastgoed is deze waardering tweeledig. In zowel de theorie als de praktijk zijn hiervoor verschillende waarderingsmethodieken ontwikkeld. Paragraaf 2.2 gaat nader in op een belangrijke tweedeling die voor veel van de methodieken is te maken, die van de economische waarde en de huidige manier van waarden, namelijk de vastgoedwaarde manier.

2.2 Economische Waarde voor bedrijven: Business Valuation

"Marktwaaarde is het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de peildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie na behoorlijke marketing, waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld" (Van Arnhem et al, 2013, p.46).

Het vaststellen van de marktwaarde beoogt zo optimaal mogelijk de 'tot stand gekomen marktwaarde op een bepaald moment' te benaderen en dus in te schatten zonder dat daaraan een daadwerkelijke totstandkoming van de transactie ten grondslag ligt. In het vastgoed wordt de marktwaarde dus gedefinieerd als de geschatte prijs van een theoretische transactie. Waarde heeft daarmee een subjectief karakter en deze is feitelijk niet (in algemene zin) vast te stellen, zo stelt Overes (2016).

Van Arnhem et al. (2013) constateert dat er 8 veronderstellingen zijn om tot een waardering te komen. Het gaat uiteindelijk om het object, de dynamiek van de markt en het subject van de taxateur. De taxatie is een schatting van de waarde van het object. Deze wordt gemaakt door de taxateur die denkbeeldig een transactie moet voorstellen en zich moet houden aan de regels die hem voor geschreven zijn in de taxatieleer en geeft dit aan als onderbouwing van de taxatie (Van Arnhem et al., 2013).

In het vastgoed wordt er op vier manieren gewaardeerd namelijk:

- De comparatieve benadering
- De kostenbenadering
- De inkomstenbenadering
- Business Valuation (economische waardebegrip)

In dit onderzoek komt vooral het onderscheid tussen de inkomstenbenadering en de economische waarde aan de orde. De traditionele vastgoedwaardering is gebaseerd op cashflow, dus de inkomstenbenadering. Deze manier van waarderen gaat uit van de vrije toekomstige huurinkomsten (cashflow) welke vervolgens tegen een bepaalde disconteringsvoet contant worden gemaakt om zo de waarde van het vastgoed te bepalen. Er kan ook gewaardeerd worden naar aanleiding van de economische waarde of Business Valuation.

Business Valuation (economische waardebegrip):

Door verder te kijken in het waarderingsspectrum komt het begrip economische waarde voorbij. De literatuur leert dat de economische waarde van een bedrijf bepaald wordt door alle netto kastromen tegen een bepaalde vermogenskostenvoet contant te maken (Koller, 2005 & Vis, 2006).

Netto kastromen:

Er zijn meerdere begrippen in de economische praktijk voor de netto kasstroom, ook wel de *free cash flow*. De overeenkomst tussen al deze begrippen, wat ook uit de praktijk blijkt, is dat de free cashflow voor het waarderen wordt gebruikt met de volgende reden. Een onderneming gebruikt het geld dat ter beschikking is gesteld door aandeelhouders en partijen die het vreemd vermogen hebben verschaft. De kredietverschaffers wensen daar een vergoeding voor, omdat, op basis van de menselijke tijdvoorkeur, huidige goederen meer waard zijn dan toekomstige goederen (Vis, 2006).

De *free cash flow*, wordt als volgt berekend (Vis, 2006, p. 27):

- Operationeel resultaat
- - de belasting over het operationeel resultaat
- = netto operationeel resultaat
- + afschrijven en amortisaties
- + mutatie in de voorzieningen
- - alle investeringen
- + desinvesteringen
- = *free cash flow*

De *free cash flow-prognose* wordt gemaakt voor de gehele toekomst van het object. Dit gebeurt meestal in twee periodes, namelijk de scenarioperiode (meestal 3 tot 7 jaar) en de restperiode, die automatisch start na de scenarioperiode (Vis, 2006).

Het bepalen van deze *free cash flow* is op basis van de verwachtingen die op een bepaald moment in de tijd zijn geformuleerd. Zaken als de markt, economische situatie, het management en de deugdelijkheid van bedrijf, spelen een grote rol in het bepalen van die verwachtingen (Vis, 2006).

Vermogenskostenvoet:

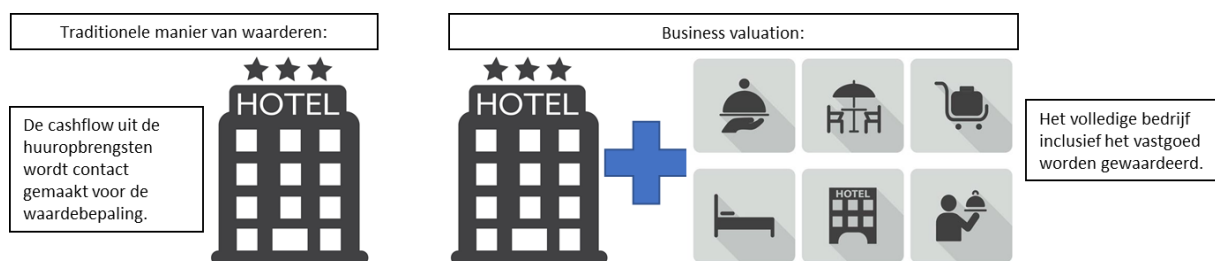
De *free cash flow* dient netto contant te worden gemaakt om tot de economische waarde te komen. Dit contant maken gebeurt aan de hand van een vermogenskostenvoet. Er zijn in de literatuur twee stromingen te ontdekken die betrekking hebben op de vermogenskostenvoet. De meest gebruikte manier in academische kringen volgens Vis (2006) is het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dit CAPM gaat er van uit dat er binnen elk goed een risicovrije rentevoet zit (Vis, 2006). Hoe meer risico in de belegging, hoe meer deze dient op te leveren. Het CAPM werkt als volgt: $\text{kostenvoet} = \text{risicovrije rentevoet} + (\text{de marktpremie} * \text{de } \beta\text{ta})$.

De noodzakelijke gegevens kunnen makkelijk worden verworven voor het CAPM, vaak via externe kanalen, dus zou dat 'neutraal' moeten zijn, mochten er conflicten opspelen. Toch vraagt Vis zich af of het CAPM wel tot een realistische kostenvoet komt (Vis, 2006). Het CAPM is namelijk ontwikkeld als hulpmiddel voor het samenstellen van beleggingsportefeuilles. Verder heeft het als uitgangspunt dat er een efficiënte markt is, alle relevante informatie voor iedereen bekend is, er geen transactiekosten zijn en er altijd vreemd vermogen tegen de risicovrije rentevoet op te halen valt. Ook wordt de β ta bepaald op basis van (aandelen)koersen en dat zijn geen waardes maar prijzen (Vis, 2006).

Een tweede stroming is die van de Build-Upmethode. Deze methode wordt vaak gebruikt voor niet-beurs genoteerde ondernemingen. Ook deze methode gaat uit van eenzelfde rendement en risicobenadering als het CAPM. Wel wordt er specifiek gekeken naar het risico van de te waarderen onderneming in termen van de mate van onafhankelijkheid van de onderneming in het uitvoeren van het beleid. Hoe afhankelijker de onderneming, des te meer risico. Om de afhankelijkheden te bekijken kan een SWOT analyse worden gemaakt van de onderneming. Hier komen de sterktes, zwakheden, kansen en bedreigingen van de onderneming voorbij. Het grote verschil ten opzichte van de CAPM is dat de β ta is vervangen door specifieke risico-opslagen (Vis, 2006).

Het verschil tussen huidige manier van vastgoed waarderen en volgens de Business Valuation methode:

Momenteel wordt er in het vastgoed veel gewaardeerd volgens de 'traditionele manier', namelijk de cashflow uit de huuropbrengsten contant maken tegen een bepaalde disconteringsvoet. De Business Valuation gaat van het zelfde idee uit, alleen kijkt deze naar het vastgoed en de hotelexploitatie. Hiermee bepaald de exploitatie mede de waarde van het Hotelvastgoed. In Figuur 2 wordt weergegeven hoe dit verschilt van elkaar. De uitkomst van de waardering zal dan ook verschillend zijn van elkaar.



Figuur 2: manier van waarderen volgens traditionele manier en Business Valuation

2.3 Conclusie:

Uit de beschreven financieringstheorieën kan afgeleid worden dat wanneer er voor het aantrekken van vreemd vermogen 'harde' zekerheid op het pand wordt afgegeven, er meer geld geleend kan worden tegen relatief lage kosten (risico-opslag). De waardering van het pand vorm een belangrijk element in de financiering of financierbaarheid van het pand.

In de DCF methode worden ook de toekomstige kasstromen contant gemaakt door middel van een vermogenskostenvoet (ook wel Yield genoemd in het vastgoed). De waarde van een onderneming wordt op een zelfde manier bepaald.

Door de inkomsten uit hotelovernachtingen is een hotel uitermate goed geschikt om via de kasstroombenadering te worden gewaardeerd. Wel is het zo dat de Economische Waarde van het bedrijf door een vastgoedfinancier niet direct wordt berekend, men zal de DCF methode gebruiken om zo tot een waardering van het pand te komen.

De verschillen tussen de 'traditionele manier' van waarden zoals hierboven beschreven en de Business Valuation is dus dat er uit wordt gegaan van enerzijds het contant maken van de cashflow vanuit het huurcontract en anderzijds de cashflow uit het gebouw in zijn geheel, inclusief de exploitatie. Deze waardes zullen dus waarschijnlijk ook verschillen van elkaar. In het geval van Business Valuation wordt het hotelvastgoed mede gewaardeerd door hoe goed de exploitatie is.

Hoofdstuk 3 Prelude: Marktanalyse van hotels in Nederland

Om inzicht te geven in de hotelmarkt in Nederland volgt een prelude. Dit hoofdstuk beschrijft de hotelmarkt in zijn algemeenheid door enkele relevante begrippen en karakteristieken te duiden. De volgende deelvraag staat centraal: *Welke karakteristieken zijn onderscheidend voor de Nederlandse hotelmarkt en welke trends en ontwikkelingen zijn hierin te onderkennen?*

3.1 Hotels: een inleiding

Hotel(vastgoed)

Er wordt in dit onderzoek uitgegaan van een relatief beperkte conceptualisering van het onderzoeksobject hotel. 'Overnachtingslocaties' zijn de afgelopen jaren verder gediversifieerd in product marktcombinaties (Van Schie, 2017). Er heeft een flexibilisering plaatsgevonden in termen van overnachtingsduur – van short stay tot long stay – en in eigendomsverhoudingen. Enerzijds heeft er een sterke fusiegolf plaatsgevonden waarmee steeds grotere concerns ontstaan met verschillende merken, anderzijds is ook de particuliere markt een elementaire rol gaan spelen middels platforms als Airbnb (Jansen, 2016).

Hotels hebben als doel het verzorgen van logies. Om hun kwaliteit en faciliteiten aan te duiden, worden hotels gewaardeerd met sterren, de classificatie loopt van één ster tot vijf sterren (hotelsterren.nl). Koninklijke Horeca Nederland heeft per 1 januari 2015 de classificatie van het Bedrijfschap Horeca en Catering overgenomen. Het systeem is vrijwillig: hoteliers kiezen voor een classificatie op basis van de huidige Nederlandse Hotel Classificatienormen of voor aansluiting bij het Europese Hotelstars Union-classificatiesysteem. De bescherming op het woord 'hotel' is komen te vervallen. Hierdoor kan iedereen die kamers verhuurt deze naam gaan voeren (KHN^{1*}, 2016).

Hotels kunnen op verschillende manieren worden ingedeeld:

- Type gast (zakelijk of toeristisch);
- Structuur (zelfstandig met eigen merk, zelfstandig onder franchise, filiaal van een keten);
- Type hotel (hotel garni, hotel-café, hotel-restaurant, conferentiehotel).
- Concept (welk concept voert het hotel, is het een keten of juist een boetiekhotel)

Voor deze scriptie wordt uitgegaan van de volgende omschrijving van het begrip hotel:

De omschrijving zoals het CBS deze gebruikt wordt gevolgd: 'Een accommodatie met slaapplekken voor logiesverstrekking in overwegend een- en tweepersoonskamers tegen boeking per nacht, waar afzonderlijke maaltijden, kleine etenswaren en dranken kunnen worden verstrekt aan gasten en aan passanten. Ook appartementen met hoteldienstverlening behoren hiertoe' (CBS^{2*}, 2018).

Er zijn ook een aantal logiesaccommodaties die geen sterclassificatie hebben, denk hier aan bed & breakfasts en dergelijke, deze zijn niet meegenomen in dit onderzoek. Ook het Airbnb-segment is in dit onderzoek niet meegenomen. Beide segmenten zijn vallen namelijk niet in de scope van hotelvastgoed.

3.2 De Nederlandse hotelmarkt

Om een idee te geven van de omvang van de Nederlandse hotelmarkt, volgen hierna wat cijfers.

Eind 2017 kende Nederland ongeveer 3.625 hotels en dit aanbod groeit nog steeds sterk. De hotels hebben gezamenlijk 124.000 kamers en circa 269.000 bedden. In de metropoolregio Amsterdam zijn circa 40.000 kamers beschikbaar. Amsterdam zelf heeft ruim 33.000 hotelkamers (Kleemans & Wilberts, 2018). De groei van het aantal overnachtingen overstijgt de groei van nieuw te ontwikkelen hotels. Dit resulteert in hogere kamerprijzen en een hogere bezettingsgraad. Amsterdam kent mede daardoor een plaats in de Europese steden-top 10 van duurste hotelkamers (Kleemans & Wilberts, 2018).

De nationale en internationale investeringen in de hotelmarkt zijn relatief fors gestegen sinds 2010 van €100 miljoen naar €1,8 miljard in 2017 (Kleemans & Wilberts, 2018).

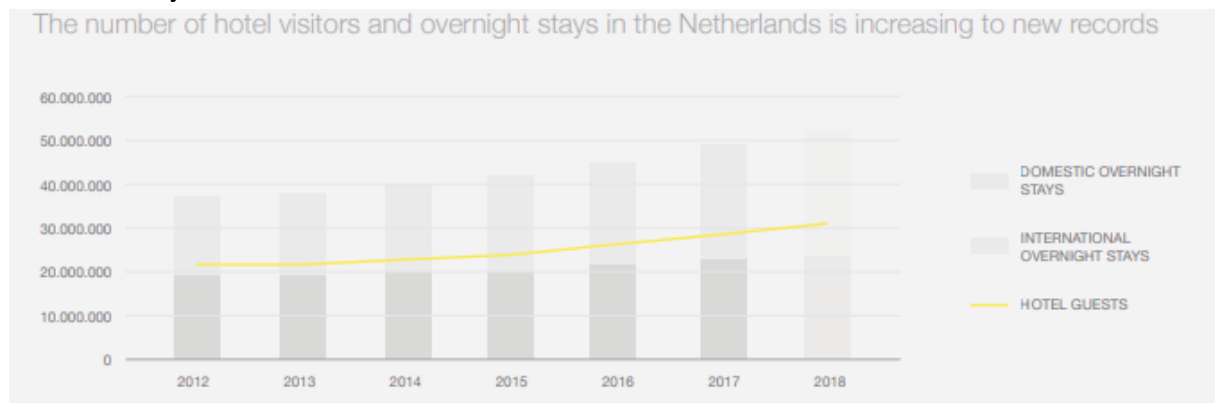
¹ * <https://www.khn.nl/hotelclassificatie>

² * <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/begrippen?tab=h#id=hotel>

De Amsterdamse investeringsmarkt voor hotels vult 70% van de top 10 grootste transacties in 2017. Bekende voorbeelden van transacties zijn het Doubletree by Hilton Amsterdam Centraal Station (aangekocht door Anbang Group), Het Hotel W Amsterdam (aangekocht door Deka) en het NH Barbizon Palace (tevens aangekocht door Deka). In 2017 was Amsterdam verantwoordelijk voor 75% van het totaal geïnvesteerde volume in de Nederlandse markt. Dit komt door een aantal grote transacties buiten Amsterdam. Het gaat dan onder andere om de Queen Bilderberg portefeuille, Hyatt Place Amsterdam Airport Hotel Hoofddorp en het Hilton te Rotterdam (Vastgoedmarkt.nl, 2018).

Er is op dit moment sprake van een toenemende internationalisering van de Nederlandse hotelmarkt. Daarbij gaat het om de exploitanten en ketens, maar ook om de investeerders. Het aandeel van de Nederlandse investeerders kan als laag worden beschouwd. Kijkend naar de nationaliteiten van de investeerders in de afgelopen paar jaar, kan er op basis van een marktrapportage van Savills (Kleemans & Wilberts, 2018) geconstateerd worden dat de Duitse en Aziatische investeerders op de eerste en tweede plek komen.

3.3 Hotels in cijfers



Figuur 3: De hoeveelheid hotelgasten stijgt elkaar jaar weer. (Kleemans & Wilberts, 2018)

- In 2017 had Nederland 28,5 miljoen hotelgasten, een stijging van 10% ten opzichte van 2016
- Meer dan 60% van alle Nederlandse hotels maakt gebruik van de sterrenkwalificatie. Van de 60% zitten de meeste hotels in de kwalificatie 3-sterren (46%). 18% valt in de categorie 2-sterren en 26% heeft de categorie 4-sterren.
- Een gemiddeld hotel in Nederland heeft 34 kamers en 72 bedden.
- Er zijn in Nederland meer dan 62 hotelketens met meer dan 72 hotelmerken aanwezig. Al die ketens bij elkaar hebben ongeveer 620 hotels en meer dan 65.000 hotelkamers.
- 75% van de hotels in Nederland heeft een eigen restaurant. In de grote steden ligt dit percentage aanzienlijk lager in verband met de hoeveelheid horeca die om de hotels heen ligt. In Amsterdam heeft bijvoorbeeld maar 33% van de hotels een eigen restaurant. Dit is ook niet zo gek, want die ruimte kan veel beter gebruikt worden voor hotelkamers, die brengen namelijk meer op en er is meer dan genoeg horeca om de gasten op te vangen (CBS, HorecaDNA, 2018).

In heel Nederland zijn er naar schatting meer dan 5.000 bed & breakfasts, deze hebben zo'n 18.000 kamers / appartementen. Ook deze sector blijft groeien en het aantal neemt dus structureel toe. Websites als Airbnb.nl hebben inmiddels meer dan 25.000 woningen op hun website staan. Van al deze woningen staat ongeveer 60% in Amsterdam. De gemeente Amsterdam heeft dit wel aan banden gelegd. Verwacht werd dat door de sterke stijging van Airbnb en nieuwe hotelkamers in de stad Amsterdam de bezettingsgraden onder druk zouden komen te staan, maar deze bezettingsgraden stijgen ook structureel (CBS, Airbnb, 2018).

3.4 Omzet, ontwikkeling kamerprijs en bezettingsgraad van hotels in Nederland

De totale omzet van alle Nederlandse hotels steeg in 2016 met 7%, tot € 138 per hotelkamer per dag. De winst als percentage van de omzet nam toe, van 35,1% tot 40,0%. De winst steeg met bijna 20% tot € 55 per kamer per dag. In de afgelopen 40 jaar is dit niveau slechts één keer eerder gehaald, te weten in het jaar 2000 (HOSTA, 2017).

Het aantal toeristische binnenlandse boekingen groeit. In Nederland wordt op het moment weer meer uitgegeven aan vakanties, de gemiddelde besteding stijgt. De hotels concurreren met elkaar waardoor er steeds vaker kortingsacties zijn, hierdoor komen de marges onder druk te staan. Ook hebben sites als Booking.com een opvallende rol. Meer dan de helft van alle hotelboekingen gaat via een boekingsite.

Ontwikkeling van de kamerprijs per nacht in euro's

	2016	2017	2018 Prognose
Nederland	€ 107	€ 113	€ 117
Amsterdam & Schiphol	€ 131	€ 141	€ 146
Provincies	€ 88	€ 91	€ 94
Driesterren	€ 91	€ 98	€ 102
Viersterren	€ 104	€ 109	€ 113
Vijfsterren	€ 212	€ 216	€ 223
Amsterdam	€ 144	€ 156	€ 162
Rotterdam	€ 95	€ 100	€ 103
Den Haag	€ 94	€ 104	€ 107
Utrecht	€ 96	€ 99	€ 102
Maastricht	€ 102	€ 105	€ 109

Tabel 1: (Horwath HTL, 2018)

De bezettingsgraden stegen in 2016 en 2017, ook de gemiddelde kamerprijzen stegen aanzienlijk. Amsterdam is wel de echte uitschieter in het geheel met 84,6% bezettingsgraad, tegenover een landelijk gemiddelde van 76,8% in 2017. Dit geldt ook voor de gemiddelde kamerprijzen, te weten in Amsterdam €156 versus €113 in de rest van Nederland in 2017. Dit bevestigt het beeld dat Amsterdam een markt apart is. De verwachting is dat Amsterdam qua kamerprijs nog stijgt de komende jaren en de bezettingsgraad daarbij ook licht meestijgt (Horwath HTL, 2018).

Ontwikkeling van de bezettingsgraad

	2016	2017	2018 Prognose
Nederland	73,9%	76,8%	77,8%
Amsterdam & Schiphol	82,2%	85,3%	84,8%
Provincies	68,4%	71,2%	72,8%
Driesterren	75,7%	77,9%	78,6%
Viersterren	73,7%	76,5%	77,6%
Vijfsterren	70,5%	75,5%	76,5%
Amsterdam	83,0%	84,6%	84,2%
Rotterdam	69,4%	73,2%	74,2%
Den Haag	74,3%	74,0%	74,4%
Utrecht	71,0%	76,2%	77,9%
Maastricht	71,1%	71,9%	72,9%

Tabel 2: (Horwath HTL, 2018)

3.5 Toekomst

Voor de lange termijn is de prognose positief. Het internationale toerisme blijft groeien in de komende jaren. Amsterdam zal hier het meeste profijt van hebben. De rest van Nederland kan hier ook van gaan profiteren. Verder zien we de zakelijke markt ook verder groeien de komende jaren. Zeker omdat Nederland een belangrijke rol blijft vervullen in de logistiek en een knooppunt is voor internetverbindingen naar de rest van Europa, ook het gunstige belastingklimaat voor bedrijven is een belangrijk onderdeel waarom we interessant blijven als Nederland (ING, 2017).

De keerzijde van het verhaal is dat er veel nieuwbouw bij komt of transformatie van kantoren naar hotel heeft plaats gevonden. Het aanbod is hiermee aanzienlijk toegenomen in Nederland. Ook is de concurrentie vanuit andere branches verder toegenomen, denk aan Airbnb. Voor de stad Amsterdam sluit dit aan op de vraag, de rest van Nederland heeft grote kans op verdere verzadiging van het aanbod. Zeker in het 3-4 sterren 'standaard'

aanbod kunnen er problemen ontstaan. Ook de traditionele conferentiehôtels buiten de grote steden kunnen het zwaar krijgen, zeker gezien het stijgende aanbod rond de grote steden in dit segment (HOSTA, 2017).

De marges zullen verder onder druk komen te staan door online boekingsites (denk aan Booking.com), de provisies die betaald dienen te worden zijn hoog en door de grote concurrentie is de kans dat de prijzen gaan dalen. Het zal van groot belang worden hoe een hotelconcept zich ten opzichte van andere hotelconcepten kan onderscheiden (Rabobank, 2018).

3.6 Conclusie

Er zijn grote uitdagingen voor de hotellerie. De kosten stijgen, de marges komen onder druk te staan, locatie wordt telkens belangrijker en de technologie gaat met grote sprongen vooruit. Hoe houd je dat bij? Consumenten vragen telkens meer omdat ze ook meer kennis hebben. Door te investeren in innovatie en te durven luisteren naar de gasten, houdt de hotelwereld bestaansrecht. Het ondernemen wordt telkens belangrijker, wat ook blijkt uit het gegeven dat het telkens meer een 'experience' moet zijn voor de hotelgast, anders slaapt deze een volgende keer 'gewoon' bij de buurman (Rabobank, 2018).

Vanuit het perspectief van de exploitatie – en in het verlengde daarvan de effecten voor de financier - gaat het hier dus om een uitermate dynamische markt. De kamerprijzen en bezettingsgraden stijgen, de stroom van toeristen en zakelijke gebruikers neemt jaarlijks toe. De markt is erg in beweging, nu is het zaak voor de hotelier om de technologische ontwikkelingen op de voet te volgen om zo de slag niet te missen met de gasten.

Verder kan er geconcludeerd worden dat de Randstad (met Amsterdam als koploper) ver vooruit loopt ten opzichte van de andere delen van het land, de verschillen zijn erg groot. Gegeven het feit dat er veel nieuwe hotels worden bijgebouwd of ontstaan door transformatie en er wordt meer dan ooit in hotelvastgoed geïnvesteerd (Wilberts, 2018), kan gesteld worden dat de hotelmarkt een serieuze investeringsmarkt voor vastgoedbeleggers is.

Dit onderzoek richt zich op hotels die een sterclassificatie hebben, ofwel een classificatie door de Koninklijke Horeca Nederland, of door de Europese Hotelstars Union. Vanwege hun grootte en schaal, alsmede door de exploitatie door niet-particuliere partijen, zijn dit de hotels c.q. ondernemingen die (aanzienlijke) financiering behoeven en de voor- en nadelen van financiering middels eigen vermogen en het aantrekken van vreemd vermogen tegen elkaar kunnen afzetten.

In het volgende hoofdstuk komt het belang van huurcontracten aan de orde. Zij hebben zowel impact op de waardering van het vastgoed door taxateurs en daarmee op de aantrekkelijkheid op de investeringsmarkt en de financierbaarheid van het hotel.

Hoofdstuk 4 Huurcontracten van hotelvastgoed in de praktijk

In dit hoofdstuk zal er dieper worden ingegaan op welke (huur)contracten voorkomen binnen de Hotelmarkt. Er zal een uiteenzetting volgen en daarbij antwoord worden gegeven op de volgende deelvraag: *Welke overeenkomsten en verschillen bestaan tussen de verschillende soorten huurcontracten in de hotelmarkt?*

In hoofdstuk 2 is duidelijk geworden dat er een groot spanningsveld is waar te nemen tussen de twee waarderingsmethodieken. Juist in het geval van hotels die als relatief exploitatiegevoelig worden beschouwd en wat direct verbonden is met (de waarde van) het vastgoed. Hier uit zich een groot spanningsveld vanuit het perspectief van de standaard vastgoedwaarderingen. Dit spanningsveld wordt in dit hoofdstuk nader uiteengezet aan de hand van het huurcontract. Het huurcontract is feitelijk de samenkomst tussen exploitatie en vastgoed – daarmee is het relevante onderzoekselement van dit onderzoek.

4.1 Huurcontracten: een inleiding

Het huurcontract heeft grote invloed op de waarde van het hotelvastgoed, namelijk dit contract bepaalt op welke manier de ‘huur’ tot stand komt. Het uitonderhandelen van het juiste contract is dan ook een dynamisch en gecompliceerd proces voor beide partijen. Kennis van de hotelmarkt is dan ook een must, daarnaast is er, mede door de verschillende vormen van het (huur)contract, specifieke juridische kennis noodzakelijk. Uitgangspunt is altijd de cashflow die de ‘huur’ moet opbrengen.

Het verschil met commercieel vastgoed is dat de waarde van hotelvastgoed veel afhankelijker is van de exploitatie door de huurder. De huurkosten zijn een substantieel gedeelte van de operationele kosten van een hotel. Deze huurkosten kunnen oplopen tot wel 25% van de operationele kosten (Roersma, 2016). Daarnaast heeft een hotel vaak maar één huurder, de hotelexploitant. Het grote verschil tussen kantoren en hotels is dat hotels cashflow genereren middels het vastgoed (het vastgoed wordt hier direct voor gebruikt), bij kantoren is dit niet het geval. Ieder hotel kent bovendien specifieke karaktereigenschappen. Hierdoor is de behoefte aan kennis van de hotelmarkt een grote pre. Voor het afsluiten van een hotel (huur)contract is het dan ook van belang dat er een goede marktanalyse wordt gedaan. In de marktanalyse moet ten minste worden onderzocht wat de verwachte ontwikkelingen/ veranderingen in de markt zijn en welke andere concurrerende partijen er nu en op lange termijn actief zijn.

De belegger heeft vaak een actieve rol bij het structureren van het (huur)contract. Deze (huur)contracten worden opgesteld naar de specifieke situatie van het hotel. Door verschillende vormen van (huur)contracten met elkaar te verbinden kan een belegger zijn risico beperken bij een dalende markt, dan wel in positieve tijden mee profiteren van de opgaande markt.

De keuze voor het type huurcontract wordt hoofdzakelijk bepaald door de volgende factoren: het type hotel, de studie naar de marktomstandigheden, de exploitant en de duur van het huurcontract. Uit de literatuur en uit de gesprekken blijkt dat er vijf hoofdtypen contracten kunnen worden onderscheiden in de hotelindustrie (Roersma, 2016), huurcontracten gebaseerd op:

- vaste huur;
- omzethuur;
- resultaathuur;
- managementcontract;
- franchise overeenkomst

Deze typen worden onderstaand nader uitgewerkt en geanalyseerd in relatie tot de risico's voor de financiers en de exploitant.

4.2 De huurovereenkomst met vaste huur.

De Huurovereenkomst met vaste huur (op basis van de Consumer Price Index (CPI)) is de meest traditionele overeenkomst te noemen. De hotelexploitant is huurder van het hotelvastgoed en betaalt hiervoor een bedrag dat vooraf als jaarhuur is afgesproken voor een bepaalde termijn (jaren). Deze afgesproken huur moet worden betaald ongeacht de resultaten van de exploitatie, er zit dus geen verschil in huurbetalingen tijdens goede en mindere tijden. De hotelexploitant neemt in dit model de operationele en financiële risico's voor zijn rekening en is zelfstandig eigenaar van de exploitatie (Steinebach, 2006).

De belegger van het hotelvastgoed heeft een vast rendement op zijn investering voor de looptijd van de huurovereenkomst. Er zit dus geen up- of down-side in deze vorm van verhuren op het rendement van de belegger.

Voordeel van deze overkomst is dat er dus altijd hetzelfde rendement wordt gemaakt over de looptijd van de huurovereenkomst. Nadeel is dat als de exploitant in moeilijk weer terecht komt (economisch slechtere tijden), de verhuurder op geen enkele wijze invloed kan uitoefenen op de exploitatie en langs de kant moet afwachten of het de exploitant gaat lukken om aan de huurverplichtingen te blijven voldoen.

4.3 De huurovereenkomst met omzethuur.

De huurovereenkomst met omzethuur is afhankelijk van de omzet van de hotelexploitatie. Er dient een vast percentage van de omzet te worden betaald, dit percentage wordt bepaald door middel van de cijfers van de hotelexploitatie. De hotelexploitant moet hiervoor zijn cijfers delen met de vastgoedeigenaar. Bij dit type huurovereenkomst is het van belang dat een vastgoedeigenaar kennis heeft van de hotelmarkt (Steinebach, 2006).

De volgende varianten zijn denkbaar voor het huurcontract op basis van de omzethuur:

- De omzethuur is volledig afhankelijk van het exploitatieresultaat
- De omzethuur heeft een vaste en een variabele component.

De laatste vorm geeft de vastgoedbelegger vaak meer comfort. De omzethuur beweegt mee met de markt, wat betekent dat de up-, maar ook de down side van de markt meewerkt. In goede tijden een hogere huur, in slechtere tijden een lagere huur of alleen het vaste component. Voordeel hiervan is dat beide partijen vaak beter gaan samenwerken, uiteindelijk is een goed resultaat voor beide financieel aantrekkelijk.

Het nadeel van dit type huurcontract is dat voor banken de huuropbrengsten bepalend zijn voor hun beoordeling of de vastgoedeigenaar zijn de financieringslasten (rente en aflossing) kan voldoen. Bovendien wordt de waarde van het vastgoed in belangrijke mate bepaald door de huurinkomsten. Voor veel hotelexploitanten geldt dat zij niet altijd gelukkig zijn met het feit dat zij hun cijfers moeten delen met derden.

Bij het afsluiten van een omzet-gerelateerde huurovereenkomst moeten beide partijen goed met elkaar afspreken wat wordt verstaan onder omzet, hoe wordt deze gemeten en op welk moment.

In de standaard huurovereenkomst die Rushmore (2002) gebruikt, heeft hij de regel "25, 10, 5". Het variabele gedeelte van de huur komt voor 25% uit de kameromzet, Food & Beverage is goed voor 10% en 5% is overige inkomsten. In de praktijk blijkt dat de er tussen de 20% en 30% aan huur uit de omzet betaald wordt (Roersma, 2016). De kostenstructuur van de hotelexploitatie bepaalt in deze de hoogte van de huur.

4.4 De huurovereenkomst met resultaathuur.

De huurovereenkomst met resultaathuur is er ook eentje met variabele huur. Deze overeenkomst blijkt in Nederland niet veel gebruikt te worden. Resultaathuur kenmerkt zich door een percentage van het exploitatieresultaat als huur te rekenen. Het verschil met de omzethuur gerelateerde variant is dat bij de resultaathuur gekeken wordt naar de netto-omzet, na aftrek van de kosten. Dit betekent voor de vastgoedeigenaar dat hij meer risico loopt, omdat hij geen invloed heeft op de kostenstructuur van de hotelexploitant.

De eerder genoemde voor- en nadelen bij de huurovereenkomst met omzethuur gelden ook voor de huurovereenkomst met resultaathuur. Anders ten opzichte van de omzethuur is dat er, bij een gezonde exploitatie, ongeveer 50% aan huur betaald kan worden van het resultaat (Roersma, 2016). Ook hier kan een vaste basishuurcomponent zijn afgesproken, dan zal het percentage lager uitvallen dan het hierboven genoemde percentage van circa 50%.

4.5 De managementovereenkomst.

De managementovereenkomst is inmiddels een vaak gebruikte contractvorm in de hotelbranche. De managementovereenkomst is feitelijk geen huurovereenkomst, maar eerder een beheerovereenkomst. De managementovereenkomst is karakteristiek voor de hotelbranche, in andere onderdelen van de commerciële vastgoed (Driessen & Wubs, 2007).

De managementovereenkomst is een overeenkomst tussen de vastgoedeigenaar van het hotel en de manager. De exploitatie van het hotel en het vastgoed zijn beide eigendom van de vastgoedeigenaar. De manager exploiteert het hotel voor rekening en risico van de vastgoedeigenaar en krijgt hier een vooraf besproken fee voor. De vastgoedeigenaar is dus afhankelijk van de kwaliteiten van de manager.

Voordelen aan dit managementcontract zijn dat de vastgoedeigenaar volledig profiteert van de stijgende markt en alles in eigendom heeft. De manager heeft geen eigendom van het hotel, dus de totale investering komt voor rekening van de vastgoedeigenaar. Nadelig kan zijn dat de markt dusdanig tegen zit dat de kosten van het hotel hoger zijn dan de opbrengsten, wat betekent dat er verlies wordt geleden op zowel de exploitatie als op het vastgoed.

De management fee die wordt afgesproken tussen beide partijen bestaat vaak uit twee componenten, namelijk:

- De basisvergoeding, op basis van de omzet en
- De prestatievergoeding, op basis van het resultaat

Hoe beter het hotel draait, hoe hoger de betaalde fee. De gemiddelde basisvergoeding ligt rond de 3% van de jaaromzet en voor de prestatievergoeding geldt 10% van het resultaat (Roersma, 2016).

Een ander nadeel voor de vastgoedbelegger bij het managementcontract is, dat als er alleen een basisvergoeding is afgesproken het management niet direct meer wordt gestimuleerd om een maximale omzet te realiseren tegen zo laag mogelijke kosten (Rushmore, 2002).

Er zijn nog een aantal zaken van belang bij de management overeenkomst. Zo moet de manager bereid zijn om een minimum garantie af te geven ten aanzien van de winst (de 'performance' standaard). Voor de vastgoedeigenaar is het van belang dat er goede afspraken worden gemaakt met betrekking tot het budget van het hotel en aanvullend hierop een uitkoopclausule in de overeenkomst wordt opgenomen. Mocht het zo zijn dat het hotel vanwege slechte resultaten moet worden verkocht, dan moet de vastgoedeigenaar vrij zijn om de managementovereenkomst te kunnen ontbinden en een zo hoog mogelijk bedrag op te halen met de verkoop van het vastgoed (Driessen & Wubs, 2007).

4.6 De franchiseovereenkomst

De franchiseovereenkomst is eigenlijk geen aparte contractvorm voor het huren en/of managen van een hotel. De vastgoedeigenaar heeft een van de hierboven beschreven huur- of beheerovereenkomsten gesloten en sluit daar bovenop nog een franchiseovereenkomst af. De franchiseovereenkomst is een overeenkomst van samenwerking tussen een hotelketen (de franchisegever) en een hotelexploitant (de franchisenemer). De franchisegever geeft de hotelexploitant toestemming om gebruik te maken van de naam, het handelsmerk en andere zaken, zoals het reserveringssysteem. De hoteleigenaar betaald een vergoeding aan de franchisegever. Deze vergoeding is ongeveer 12% van de omzet, maar is zeer afhankelijk van de locatie (Roersma, 2016).

De franchiseovereenkomst regelt alleen welke productformule wordt aangehouden en is niet verantwoordelijk voor de omzet die het hotel genereert. De juridische en economische eigendom blijven bij de hoteleigenaar.

Het voordeel van een franchiseovereenkomst is dat er een bepaalde hotelformule wordt gehanteerd die zich reeds bewezen heeft. Verder kan het inpluggen op het bestaande reserveringssysteem van de formule.

De nadelen kunnen zijn dat de reputatie van de keten in gevaar komt door misstanden bij andere aangesloten hotels. Verder zijn de investeringen die gedaan moeten worden om bij een bepaalde formule aan te sluiten vaak relatief hoog en moet er buiten de gebruikelijke kosten ook de hierboven genoemde (franchise)vergoeding worden betaald (Roersma, 2016).

4.7 Vergelijking contractvormen vanuit actorperspectief

De bank en de vastgoedinvesteerder hebben beide een beoordeling inzake de huurcontracten. De volgende tabel geeft weer hoe in de praktijk beide actoren de verschillende huurcontracten beoordelen:

Contractvorm	Eigendom	Exploitatie	Beoordeling vastgoedeigenaar	Beoordeling bank
Vaste huur	100% eigendom van X	100% exploitatie door Y	neutraal	positief
Omzethuur	100% eigendom van X	100% exploitatie door Y	positief	negatief
Resultaathuur	100% eigendom van X	100% exploitatie door Y	positief	negatief
Managementcontract	100% eigendom van X	100% exploitatie door X via Y	positief	negatief
Franchise overeenkomst	100% eigendom van X	100% exploitatie door X via Y	positief	negatief

Tabel 3: Actoren perspectief naar idee van Domínguez Sainza, 2016 (Burwinkel, 2018)

Domínguez Sainza (2016) geeft in haar model duidelijk weer hoe het eigendom en de exploitatie zich ten opzichte van de contractvormen verhouden. In bovenstaande tabel 3 is het spanningsveld tussen bank en vastgoedeigenaar betreffende de beoordelingen van de verschillende huurcontracten toegevoegd. Vastgoedeigenaren hebben een veel positiever idee op het moment dat de contractvorm exploitatie-gerelateerd is. Dit heeft wel als consequentie dat als de markt heel goed gaat de up-side ook heel hoog is, maar als nadeel dat als de markt daalt er ook een down-side is. Banken vinden dit lastig te beoordelen en zo hun risico te bepalen. Banken zijn wat dat betreft traditioneel en risicomijdend ingesteld, en geven daarom de voorkeur aan een huurovereenkomst met vaste huur. Het verschil zit voornamelijk in de risicobeoordeling en de kennis die minder aanwezig is bij banken om dit risico juist in te schatten.

4.8 Conclusie

De behandelde contractvormen uit dit hoofdstuk geven inzicht in wat de mogelijkheden zijn voor eigenaren van hotelvastgoed. Afhankelijk van de wensen die een vastgoedeigenaar heeft, maakt hij een keuze uit een huurovereenkomst (3 verschillende vormen) of een managementovereenkomst. Daarnaast kan hij kiezen om daar bovenop een franchiseovereenkomst te sluiten en zo een bepaalde formule te voeren.

In de eerste drie besproken vormen, namelijk het huurcontract, de omzethuur en de resultaathuur, heeft de vastgoedeigenaar geen invloed op de exploitatie en is hij afhankelijk van de exploitant die het hotel bestiert. De huurinkomsten variëren in deze drie vormen wel. Het managementcontract is volledig afwijkend ten opzichte van de eerste drie vormen, hier is namelijk de vastgoedeigenaar ook eigenaar van de exploitatie en heeft hij een manager die voor een bepaalde fee werkt.

De vastgoedeigenaar die weinig tot geen kennis van de hotelmarkt heeft zal vaker kiezen voor een huurovereenkomst met vaste huur. Is men bereid om meer risico te nemen en is er enige kennis in huis, dan kan er gekozen worden voor een management- of een franchiseovereenkomst. Is er veel kennis in huis en is men naast de vastgoedbelegging bereid ook in de exploitatie te stappen, dan zou een managementcontract interessant zijn. Mocht een hotel een bezettingsgraad van minimaal 70% hebben dan is zelfs aan te raden om een managementcontract af te sluiten, vanwege de hogere rendementen die dan kunnen worden gehaald (Roersma, 2016).

Helder is dat er een relatief groot verschil is tussen huurcontractvormen. Dit heeft – zoals is aangetoond in de analyse – directe gevolgen voor de exploitatie en (daarmee ook) voor de financier. Het volgende hoofdstuk gaat nader in op de waardering van hotels in relatie tot de verschillende huurcontracten.

Hoofdstuk 5 Waarderingen van hotels in de praktijk

Zoals aangegeven in hoofdstuk 4 zijn er verschillende huurcontracten die van toepassing kunnen zijn voor het hotelvastgoed. Deze huurcontracten zijn onder andere input voor de waardebepaling van het vastgoed.

In dit hoofdstuk wordt er gekeken naar de manieren van waardebepalingen en zal de volgende deelvraag worden behandeld: *Welke waarderingsmethodieken zijn relevant bij het bepalen van de marktwaarde voor hotelvastgoed? En welke rol spelen de verschillende huurcontracten hierbij?*

5.1 Waarderingsbenadering

Voor banken is het zeer belangrijk om te weten wat een onderpand waard is, omdat in geval de kredietnemer niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen, de schuld terug betaald kan worden uit de verkoopopbrengst van het onderpand. De waardering bepaalt daardoor mede de hoofdsom die de bank aan de kredietnemer wil uitlenen. De waarde van een hotel bestaat, anders dan bij andersoortig vastgoed, uit meerdere componenten. Namelijk de waarde van de exploitatie, van de inventaris en de waarde van de stenen, het vastgoed zelf. Elk van deze onderdelen beïnvloedt het risico, de omzet en de uiteindelijk de waarde van de hotelonderneming. De marktwaarde van een hotelonderneming wordt bepaald door het lopende bedrijf (going concern). Er wordt dan verondersteld dat de onderneming op dezelfde wijze wordt voortgezet (Arnhem, Berkhout en Have, 2013). Voor het vaststellen van de waarde van het hotelvastgoed kan er gebruik worden gemaakt van de volgende drie traditionele waarderingsbenaderingen:

- de comparatieve benadering
- de kostenbenadering
- de inkomstenbenadering

Deze waarderingsbenaderingen worden vaak gebruikt om de marktwaarde vast te stellen voor zowel het commerciële vastgoed als de exploitatie (onderneming). Binnen deze benaderingen zijn er ook weer meerdere taxatiemethodieken mogelijk. De courantheid van het commerciële vastgoed is een zeer belangrijke factor bij het bepalen welke taxatiemethodiek er bij welk object kan worden toegepast. Net als Arnhem et al. (2013) wordt in dit onderzoek geconstateerd dat het specifieke karakter van hotelvastgoed erom vraagt de courantheid nader te onderzoeken en uit te diepen (Arnhem, Berkhout en Have, 2013).

5.2 Courantheid

Hotelvastgoed is niet direct te vergelijken met andere soorten vastgoed, zoals kantoorgebouwen, woningen, etc. Elk type vastgoed heeft verschillende eigenschappen en een ander uiterlijk. Vastgoed is een heterogeen product, wat wil zeggen dat elk vastgoedobject uniek is door zijn ligging en fysieke eigenschappen (Have, 2007a).

Heterogeen is het niet alleen vanwege zijn fysieke eigenschappen, maar ook door de marktomstandigheden die dat specifieke object kenmerken. De vastgoedmarkt is een goed voorbeeld van een relatief ondoorzichtige markt, omdat niet alle partijen op hetzelfde moment over dezelfde informatie beschikken. De prijzen komen dan tot stand in een niet-transparante markt, wat tevens aanleiding is om vastgoed als een heterogeen goed aan te merken.

Vervolgens kan er onderscheid worden gemaakt aan de hand van de mate van courantheid van het vastgoed. Er kan gesteld worden dat hoe couranter het vastgoed is, des te lager het risicoprofiel is. Namelijk als het vastgoed geschikt is voor veel kopers en/of huurders, is de vastgoedbelegger bereid een hogere prijs te betalen. Bij courantere vastgoedobjecten is het immers ook makkelijker een huurder of koper te vinden als men het pand weer van de hand wil doen. Wel blijven de marktomstandigheden en de eigenschappen van het gebouw altijd een rol spelen (Van de Geer, 2006).

Volgens Van de Geer (2006) kan de courantheid van een object afgeleid worden aan de hand van drie componenten:

1. Specifieke eigenschappen:
Als een vastgoedobject over eigenschappen beschikt welke resulteren in zeer beperkte gebruiksmogelijkheden, die alleen van nut zijn voor de huidige functie die binnen het object wordt uitgevoerd, wordt een object minder courant.
2. Zeer geringe verhandelbaarheid:
Wanneer een vastgoedobject maar interessant is voor een zeer beperkte groep gebruikers, dan resulteert dat in een beperkte verhuur- en verkoopbaarheid.
3. Weinig referentietransacties:
Als er weinig vraag naar een bepaald type vastgoed is, heeft dit tot gevolg dat er ook maar weinig aan- en verkopen van dit type zijn. Het is belangrijk om een vastgoedobject te kunnen vergelijken met gelijksoortige andere vastgoedobjecten om te bepalen hoe courant dat type vastgoed is.

Van de Geer (2006) schrijft het volgende: 'Bij incourant vastgoed is de heterogeniteit groter dan bij courant vastgoed'. Het komt er op neer dat de verschillen in eigenschappen bij incourant vastgoed groter zijn dan de verschillen in eigenschappen bij courant vastgoed. Dit betekent dat de vergelijkbaarheid (referentietransacties) van vastgoedobjecten bij incourant vastgoed telkens lastiger wordt. Andersom betekent het dat hoe meer referentietransacties er zijn, hoe couranter het object is. De meest in het oog springende kenmerken van courantheid zijn:

1. de fysieke eigenschappen van een (soort)gelijk vastgoed object zijn hetzelfde of juist totaal verschillend;
2. de mate van transparantie bij de totstandkoming van een prijs voor een vastgoedobject.

De bovengenoemde twee kenmerken zijn mede terug te vinden in de definitie van heterogeniteit. De courantheid van een vastgoedobject is in dit onderzoek een factor van heterogeniteit. Hoewel het vastgoedobject als een heterogeen product beschouwd kan worden, zijn er binnen de vastgoedmarkt meerdere deelmarkten. De een meer heterogeen dan de ander, waardoor de eerste minder courant is. Waar past hotelvastgoed nu?

Volgens Van de Geer (2006) zijn er drie categorieën, courant vastgoed, incourant vastgoed dat niet vergelijkbaar is en incourant vastgoed dat wel vergelijkbaar is. Hotelvastgoed vindt hij tot de laatste categorie behoren, incourant vastgoed dat wel vergelijkbaar is. Tensen (2011) gebruikt ook wel de term 'specifiek vastgoed' hiervoor, waarmee hij aangeeft dat het betreffende vastgoed tussen courant en incourant in valt.

Nederland kenmerkt zich door een relatief kleine markt voor hotelvastgoed. Het aantal transacties neemt toe, maar is nog steeds beperkt ten opzichte van de totale beleggers- en gebruikersmarkt. Een hotel heeft een hele specifieke eigenschap, namelijk dat het vastgoed alleen van waarde is als het als hotel gebruikt wordt. De omstandigheid dat elke kamer een badkamer heeft, is voor de vastgoedeigenaar immers niet van belang, maar wel voor de hotelexploitant. Een hotel is hiermee minder courant dan commercieel vastgoed zoals, kantoren, winkels en woningen. Hotels zijn onderling wel vergelijkbaar, wat maakt dat het incourant vastgoed is dat wel vergelijkbaar is (Van de Geer, 2006).

5.3 Waarderen van hotelvastgoed

Zoals beschreven zijn er drie klassieke waarderingsbenaderingen voor het vastgoed, daarnaast zijn er ook meerdere vormen om te komen tot een bedrijfswaarde. We zoomen hier in op de waardebepalingen van het vastgoed, verderop in dit hoofdstuk komt de bedrijfswaardebepaling aan bod.

De eerste is de comparatieve benadering. Deze benadering is gebaseerd op de aanname dat een koper voor het vastgoed niet meer wil betalen dan de waarde van een bestaand hotelvastgoedobject. De comparatieve benadering stelt de marktwaarde vast door vergelijking van verkoopprijzen van andere vergelijkbare hotelvastgoedobjecten. Voor de verschillen worden correcties aangebracht. De verschillen kunnen zitten in de locatie, grootte, het verkoopmoment, etc. Beuken (2005) geeft in zijn onderzoek aan dat deze benadering niet de meest passende is voor het waarderen van hotelvastgoed.

Bij de kostenbenadering wordt de waarde het vastgoedobject berekend op basis van de reproductiekosten. Deze waarde wordt dan eventueel verminderd met de technische en functionele veroudering en vermeerderd met de waarde van de grond en infrastructuur die erbij horen. De kostenbenaderingsmethode wordt meestal gebruikt voor waarderingen van incourant vastgoed, waarvoor weinig en of geen transacties beschikbaar zijn. Het kan ook gebruikt worden voor objecten die geen huurinkomsten genereren, denk hier aan bijvoorbeeld energiecentrales. Voordelen van de kostenbenadering zijn de transparantie en bruikbaarheid voor incourant vastgoed. Nadeel is dat de relatie met de markt ontbreekt, waardoor in bepaalde gevallen de waarde van de kostenbenadering aanzienlijk kan verschillen met de marktwaarde. Beuken (2005) stelt in zijn onderzoek dat de kostenbenadering de meest onbetrouwbare manier is van de drie, omdat deze, zoals hiervoor beschreven, grote verschillen kan geven met de marktwaarde.

Binnen de inkomstenbenadering zijn er een aantal taxatiemethodieken, die hieronder beschreven worden. Deze methodieken gaan ervan uit dat het vastgoed min of meer een zelfstandig inkomen oplevert:

- Draagkrachthuurmethode (bedrijfseconomische huurwaarde): hiermee wordt op indirecte wijze de huurwaarde benaderd. Het dient vaak als controlemiddel voor de hiervoor omschreven methodieken. De exploitatiemogelijkheden van het vastgoed worden als uitgangspunt genomen en niet alleen het vastgoed zelf. Op basis van het verleden (niet langer dan 3 jaar terug) en de toekomst, wordt er gekeken naar de omzetmogelijkheden. Tevens wordt er gebruik gemaakt van kengetallen en marktkennis om zo tot een genormeerde omzet te komen. Dit is de basis voor de verantwoorde bedrijfseconomische huur die betaald kan worden door de onderneming.
- De DCF(Discounted Cash Flow)-methode gaat ervan uit dat de marktwaarde van een vastgoedobject wordt bepaald door het contant maken van de (geschatte) toekomstige netto kasstromen van het vastgoedobject. Ook wordt er een eindwaarde van het vastgoedobject bepaald, die tevens contant wordt gemaakt. De disconteringsvoet wordt bepaald door gelijke, recente vastgoedtransacties. De waarde wordt berekend als de contante waarde van de toekomstige kasstromen, rekening houdend met de samengestelde rentevoet.
- OCF(Operationeel Cash Flow)-methode, ook wel de rentabiliteitswaarde). De berekening van de rentabiliteit houdt in dat ieder bedrijf vanuit zijn exploitatie een bepaalde ruimte heeft, waaruit de kapitaalslasten betaald kunnen worden. Dit is ook wel de operationele cashflow. We verstaan onder operationele cashflow: het bedrag dat na aftrek van alle kosten beschikbaar is voor de kapitaalsdekking. Ook wel het bedrag dat overblijft (van de omzet) na aftrek van alle kosten (inclusief ondernemersloon), maar nog voor het betalen van de rente en aflossingen. De gecorrigeerde operationele cashflow wordt vervolgens gekapitaliseerd met een kapitalisatiefactor. Deze kapitalisatiefactor bestaat uit: de rente, de afschrijving en het marktsentiment. Bij het bepalen van deze factor wordt rekening gehouden met onder andere de marktsituatie, de afschrijvingen van het roerend- en onroerend goed, de kwaliteit en ouderdom van de opstallen en infrastructuur, de ligging, de uitstraling van het bedrijf, de op het bedrijf aanwezige voorzieningen (en de kwaliteit en ouderdom daarvan), de eigendomsverhouding en de eventuele uitbreidingsmogelijkheden. Via het zogenaamde “verkapitaliseren” van de (gecorrigeerde) operationele cashflow wordt, na het doorvoeren van diverse correcties, de uiteindelijke marktwaarde bepaald.
- De Bruto Aanvangs Rendement (BAR)-methode geeft de marktwaarde van het vastgoedobject weer door middel van de bruto aanvangshuur in de markt op jaarbasis te kapitaliseren en deze gekapitaliseerde huur te delen door een rendement (BAR).
- De Netto Aanvangs Rendement (NAR-methode) is de uitgebreidere versie van de BAR-methode. De exploitatielasten en beheerkosten van het vastgoedobject worden namelijk meegenomen in de berekening. Deze methode is hetzelfde als de BAR-methode, alleen gaat men uit van een inschatting van de netto markthuur.

Beuken (2005) stelt op basis van zijn onderzoek dat de verschillende bovengenoemde vormen van waardebepalingen goed bij hotelvastgoed passen. Maar zijn conclusie is dat de DCF-methode het meest passend is voor het waarderen van hotelvastgoed.

5.4 Bedrijfswaarde benadering hotelvastgoed

Beuken (2005) geeft dus in zijn studie inzicht welke taxatiemethodieken passend zijn om tot een marktwaarde van een hotel te komen. In zijn onderzoek maakt hij een duidelijk onderscheid tussen het waarderen van de

hotelonderneming (bedrijfswaardebenadering) en enkel het hotelvastgoed. Voor beide komt hij uit op de DCF-methode, welke het meest complete beeld geeft.

Waardebepalingsmethodieken hotelonderneming en hotelvastgoed (Tensen, p.22, 2011):

Benadering bedrijfswaarde		Benadering vastgoedwaarde
Intrinsiek waarde		Afsplitsing van de onderneming
Rentabiliteitswaarde		Kostenbenadering
Intrinsieke/Rentabiliteitswaarde		Comparatieve benadering
Goodwill-methode		Inkomstenbenadering
X-maal de winst		BAR-methode
Kapitalisatie EBITDA		NAR-methode
Fair market value		X-keer-de-huur-methode
DCF-methode		DCF-methode

Tabel 4: (Beuken, 2005 & Tensen 2011)

In tabel 4 wordt een overzicht gegeven van de waardebepalingsmethodieken, hieronder worden de verschillende waardebepalingsmethodieken verder besproken.

De voorkeur voor de DCF-methode wordt door Rushmore (2002) Huizinga (2002) en Beuken (2005) allen onderschreven. Met het gebruik van de DCF-methode wordt ook de exploitatie bekeken en niet alleen het vastgoed. Hierdoor kan geconcludeerd worden dat de inkomsten het uitgangspunt zijn. Hier kan desgewenst een (huur)contract aan gekoppeld worden. Hoe sterker de exploitatie, hoe hoger de waarde kan worden door middel van de bedrijfswaardebenadering.

Om de waarde van het hotelvastgoed te bepalen met de bedrijfswaarde DCF-methode, gaat men uit van de vrije toekomstige cashflow, welke vervolgens tegen een bepaalde disconteringsvoet contant wordt gemaakt om zo de waarde van het vastgoed te bepalen. Door de vrije cashflow te gebruiken wordt de waarde die overblijft toegeschreven aan het vastgoed.

Voor wat betreft de DCF-methode bij de bepaling van de vastgoedwaarde, gaat men uit van de waarde van het hotelvastgoed, welke berekend wordt aan de hand van de netto huurstromen in plaats van de kasstromen uit de exploitatie. De bedrijfswaardebenadering heeft de voorkeur boven de DCF-methode voor de bepaling van de vastgoedwaarde, omdat er zo een reëler beeld gevormd kan worden. De vastgoedwaardebenadering geldt wanneer er sprake is van een huurder-verhuurder situatie, het 'normale' (vaste) huurcontract tussen partijen (Van de Geer, 2006), zie tevens tabel 5.

Voor Huizinga (2002), Beuken (2005) en ten Have (2007b) heeft de bedrijfswaardebenadering ook de voorkeur boven de comparatieve benadering. Voorwaarde om de comparatieve methode te kunnen toepassen, is dat er voldoende referentietransacties zijn van vergelijkbare vastgoedobjecten. Ook wordt er opgemerkt dat de comparatieve methode alleen werkt voor courant vastgoed en minder goed werkt bij hotelvastgoed, daar hotelvastgoed beschouwd wordt als specifiek, minder courant vastgoed (Van de Geer, 2006). Tensen (2011) is echter van mening, dat ondanks dat het vastgoed centraal gesteld wordt, de vastgoed gerelateerde eigenschappen (zoals de locatie) nauwelijks aan bod komen bij de DCF-methode. Hij schrijft verder dat de waarde van het vastgoed een residu is en de bedrijfswaardebenadering laat niet zien hoe de vastgoedwaarde is opgebouwd.

De derde en tevens laatste methode, de kostenbenadering, gaat uit van kosten in plaats van inkomsten. Hierdoor is deze waardering direct al minder of niet geschikt voor het waarderen van hotels. Het huurcontract of managementcontract voor een hotel is bepalend voor de waarde. De vervangingskosten hebben niet veel van doen met de exploitatie van het hotel. Hotels worden gebouwd met de functie hotel. Bij verkoop zal hetzelfde hotel verkocht worden met daarbij de exploitatiepotentie.

De volgende huurcontracten kunnen we linken aan de bepaalde waarderingmethodieken:

Contractvorm	Geschikte waarderingmethode
Vaste huur	DCF vastgoedwaarde benadering
Omzethuur	DCF bedrijfswaarde benadering
Resultaathuur	DCF bedrijfswaarde benadering
Managementcontract	DCF bedrijfswaarde benadering
Franchise overeenkomst	DCF bedrijfswaarde benadering

Tabel 5: Contractvorm en de beste manier van waarderen (Burwinkel, 2018)

5.5 Conclusie

Er kan geconcludeerd worden dat er meerdere methoden voor het bepalen van de marktwaarde van hotelvastgoed mogelijk zijn, maar dat de methode van de DCF-bedrijfswaardebepaling er als beste uitkomt. De waarde van het hotel wordt immers grotendeels ontleend aan de exploitatie. Het belang van het huurcontract en de goedheid van de exploitatie zijn hierbij groot.

Wanneer gekozen wordt voor deze methode, is er veel kennis van de hotelsector nodig om een juiste waardebeoordeling af te kunnen geven. De DCF-methode gaat uit van een realistische inschatting van de toekomstige kasstromen. Over het algemeen zijn de kamer(gerelateerde) opbrengsten, de belangrijkste inkomstenbron van een hotel. Om tot een realistische inschatting te kunnen komen, is kennis noodzakelijk.

De verschillende huurcontracten voor hotels vragen om een andere manier van waarderen. Tabel 5 laat zien dat de DCF-bedrijfswaarde benadering de beste manier van waarderen is voor alle contracten behalve het vaste huurcontract, alleen is dat in de praktijk nog niet de meest gebruikte manier. Vanuit een bancaire oogpunt kijkt men toch eerst naar de huurinkomsten en niet naar de exploitatie.

Een zwak punt van de DCF-methode is dat -hoewel het vastgoed centraal staat- de vastgoed gerelateerde eigenschappen onderbelicht blijven. Daardoor wordt niet duidelijk hoe de waarde van het vastgoed is opgebouwd. Dit is opmerkelijk en betekent dat er andere methodes zouden moeten zijn of komen voor het waarderen van hotelvastgoed. Alleen is hierover niets terug te vinden in de literatuur.

Hoofdstuk 6 Financieren in de praktijk

Volgens de literatuur is de DCF-bedrijfswaarde methode de beste manier om de waarde van een hotel vast te stellen, dit geldt ook voor het vastgoed. In dit hoofdstuk bespreek ik hoe banken naar de financiering van hotels kijken en komt de volgende deelvraag aan bod: *Welke elementen van het hotel zijn relevant voor de financiering ervan? En wat is de relatie tussen de vorm van het huurcontract en de 'zekerheid' voor de bank?*

6.1 Inleiding

Veel commercieel vastgoed wordt gefinancierd middels een hypotheek van een kredietverstrekker/ bank. Het kunnen aantrekken van vreemd vermogen is mede sturend op de (aankoop)prijs. Volgens de theorie van Modigliani & Miller (1958 en 1963) geldt dat hoe hoger het aandeel vreemd vermogen is in het totaal vermogen, hoe groter het risico is voor de partijen die het eigen vermogen verschaffen. Door dit hogere risico willen de eigen vermogensverschaffers een hoger rendement.

Kijkend naar de Trade Off Theory van Kraus en Litzenberger (1973) is er voor aantrekken van vermogen een bepaalde flexibiliteit nodig. De Trade Off Theory gaat uit van het feit dat de mate van risico van een onderneming bepaalt wat de opslag dient te zijn voor de geldverstrekker. Dit betekent dat er door de ondernemer een afweging wordt gemaakt wat voor een soort vermogen hij aantrekt en hoe hij zijn activiteiten financiert.

De lage rentestand maakt het aantrekken van vreemd vermogen nog interessanter (Driessen & Wubs, 2007). Bij hotelvastgoedfinancieringen ligt de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen gemiddeld respectievelijk op 35% en 65% van de totale koopsom (Van de Bilt, 2016).

Uit de literatuur blijkt dat er verschil is tussen de traditionele vastgoedfinanciers en/of financiers die zich specifiek bezig houden met het financieren van hotels (Driessen & Wubs, 2007). De traditionele vastgoedfinancier financiert liever een huurcontract waarbij de huurprijs vast is, om zo 'minder' risico te lopen, dan de specialist die meer heil ziet in een managementovereenkomst, omdat dan de exploitatie en het vastgoed in handen is van één en dezelfde partij.

Bancaire financieringsvormen:

Er zijn diverse vormen van financieren, maar de meest voorkomende vastgoedfinanciering is een hypothecaire vorm. Er zijn een drietal soorten hypotheek (welke in paragraaf 6.3 nader worden uitgewerkt):

- Vaste hypotheek
- Krediethypotheek
- Bankhypotheek

Een recht van hypotheek kan alleen gevestigd worden op onroerende zaken en betreft een:

- beperkt recht
- afhankelijk recht
- ondeelbaar recht
- zekerheidsrecht

Doordat het hypotheekrecht het meest omvattende recht is dat naast het eigendomsrecht op een onroerende zaak kan bestaan, is het een zeer sterk recht om te vestigen voor een vastgoedfinanciering.

Andere vormen van bancaire financieringen voor hotels kunnen bestaan uit exploitatie- financieringen (voor bijvoorbeeld de inrichting) en werkkapitaal. Deze financieringen hebben vaak geen hypotheek als zekerheid voor de financier, maar zijn veel vrijer. Wel kan er een combinatie ontstaan tussen de vastgoedfinanciering en exploitatiefinanciering (Kousemaker & Van Agt, 2007).

Beide soorten financiers gaan uit van dezelfde lening, namelijk de hypothecaire lening.

6.2 De hypotheek

Zoals eerder gezegd bepaalt de waarde van het onderpand mede de hoogte van het bedrag dat de bank bereid is te lenen aan een potentiële hoteleigenaar. Voor die lening dient de kredietnemer wel harde zekerheid te geven, om terugbetaling van de lening aan de bank te waarborgen. Zo een harde zekerheid kan bestaan uit een recht van pand of hypotheek (art. 3:227 Burgerlijk Wetboek, hierna: 'BW'). De kredietnemer verleent deze

rechten aan de bank of een andere financier tot zekerheid voor de terugbetaling van één of meer schulden of voor alles wat de bank op enig moment van de kredietnemer te vorderen heeft of in de toekomst zal hebben. Op basis van art. 3:231 BW kunnen, naast bestaande vorderingen, ook toekomstige vorderingen verpand of verhypothekend worden (zolang deze maar voldoende bepaalbaar zijn). Bij executie of gedwongen verkoop van het onderpand door de bank, moet bepaald kunnen worden voor welke schuld het zekerheidsrecht door de kredietnemer verleend is (Asser & Van Mierlo, 2016).

Pand- en hypotheekrechten bieden de bank of financier het voordeel dat deze zijn schuld als eerste mag voldoen, met voorrang op andere schuldeisers, uit de (netto)opbrengst bij (gedwongen) verkoop van het onderpand. Deze voorrang van verhaal is vastgelegd in art. 3:278 lid 1 BW). De bank mag dit recht echter alleen uitoefenen wanneer de schuldenaar in verzuim is en niet langer voldoet aan zijn verplichtingen jegens zijn financier. Is een dergelijk verzuim aan de orde, dan heeft de pand- of hypotheekhouder geen executoriale titel nodig van de rechter en behoeft hij ook niet eerst beslag te (laten) leggen op het onderpand. Dit is geregeld in de artikelen 248 en 268 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek. Een gedwongen verkoop kan het in het openbaar, ten overstaan van een bevoegde notaris, gebeuren. Als de netto-verkoopopbrengst van de uitgewonnen goederen niet voldoende is om alle schulden van de kredietnemer aan zijn financier te voldoen, dan blijft de kredietnemer met een restschuld achter die hij op een andere wijze zal moeten terugbetalen. Ingeval de verkoopopbrengst hoger is dan de schuld, komt de overwaarde toe aan de kredietnemer.

Ook faillissement van de kredietnemer maakt de positie van de pand- of hypotheekhouder niet minder sterk, zijn voorrangrecht op de verkoopopbrengst blijft intact op grond van art. 57 Fw (Asser en Van Mierlo, 2016). In geval van faillietverklaring verliest de kredietnemer de beschikking en het beheer over zijn vermogen, welke worden overgedragen aan de door de rechter aangestelde curator. Waar de curator overige vorderingen moet verifiëren om deze in aanmerking te laten komen voor terugbetaling (art. 26 Fw), kan de pand- of hypotheekhouder doen alsof er geen faillissement is en hoeft hij bovendien, in tegenstelling tot andere schuldeisers, niet bij te dragen in de faillissementskosten.

6.3 Hypotheek- en pandrecht in de bankwereld en andere zekerheden

In de bankwereld maakt men onderscheid in drie vormen van pand- of hypotheekrecht (Berkhout en Zwart, 2013):

- vaste Hypotheek / vast pandrecht (afhankelijk van een bepaalde schuld)
- bankhypotheek of -pandrecht: afhankelijk van een bankrelatie
- Krediethypotheek of -pandrecht: afhankelijk van een kredietrelatie

De vaste hypotheek of vast pandrecht wordt gevestigd tot zekerheid voor een bepaald geleend bedrag. Dit is een lening die duidelijk omschreven is met een hoofdsom en gekoppeld is aan het onderpand. Als het uitstaande bedrag de lening door aflossing daalt, dan daalt het bedrag dat verhaald kan worden op het ondergezette pand navenant. Het hypotheekrecht en pandrecht gaan teniet bij het aflossen van de lening.

De bankhypotheek of -pandrecht wordt gevestigd tot zekerheid voor alles wat de bank nu of in de toekomst van de kredietnemer te vorderen heeft of zal hebben. In de hypotheekakte moet wel een maximumbedrag worden opgenomen waarop de bank zich mag verhalen. Deze vorm wordt verreweg het meest toegepast door vastgoedbanken.

De Krediethypotheek of -pandrecht wordt gevestigd tot zekerheid voor een kredietfaciliteit waarvan het uitstaande bedrag fluctueert. Ook hier wordt een maximum bedrag opgenomen in de akte waarvoor het ondergezette vastgoed kan worden uitgewonnen.

Naast de hypotheek kent de bank nog andere zekerheden die zij kan vragen voor het aangaan van een hypothecaire financiering. Vanuit het perspectief van de bank valt te beredeneren dat hoe meer zekerheid er verleend wordt, hoe minder risico de bank loopt. Vanuit de vastgoedeigenaar zou de verwachting dan ook kunnen zijn dat er voor meer zekerheid een lagere rente betaald hoeft te worden en een hoger bedrag geleend kan worden.

Voor wat betreft hotelvastgoed zou je kunnen zeggen dat dit minder courant vastgoed betreft en dat voor de financiering hiervan dus extra zekerheden worden gevraagd. Hier kan men denken aan zekerheden van de

kredietnemer in privé (bijvoorbeeld een borgstelling) of het afkomen van de vrije cash flow om zo de lening eerder af te lossen.

Tevens is het huurcontract, dat ten grondslag ligt aan de waardering van het hotelvastgoed, van belang. Hoe meer variabelen, hoe lastiger een bank de courantheid van het hotelvastgoed kan inschatten. Banken zijn risico-avers ingesteld, dus vragen ze meer zekerheden voor het verstrekken van een financiering op minder courant vastgoed (Berkhout & Zwart, 2013).

6.4 Kredietproces: de relevantie van een hotelfinancieringsaanvraag

In de meeste gevallen zal de vastgoedeigenaar aankloppen bij de bank. De vastgoedeigenaar zal zijn krediet behoefte toelichten en onderbouwen. De bank zal zijn kredietrisico gaan inschatten op basis van:

- Type vastgoed
- Verhuur of eigen gebruik
- Kwaliteit van het vastgoed (o.a. de locatie)
- Kwaliteit kredietnemer
- Kwaliteit huurder
- Courantheid van het vastgoed
- Alternatieve aanwendbaarheid
- Onderhoudstoestand van het vastgoed
- Loan to Value LTV
- Bestendigheid van huidige en toekomstige kasstromen
- Status van het gebouw (ontwikkeling of bestaand)
- Mogelijke veranderingen in hoogte van rentes en dergelijke
- Herfinancieringsrisico

(Berkhout & Zwart, p. 97 & 98, 2013).

Er wordt tevens relatief veel informatie opgevraagd, denk aan jaarverslagen, fiscale aangiften, huuroverzichten, taxatierapporten, liquiditeit- en investeringsprognoses. Als deze zaken zijn aangeleverd zal de bank het risicoprofiel gaan bepalen. Al deze zaken worden meegenomen in de afweging om het vastgoed wel of niet te financieren.

Hotelvastgoed in ogenschouw genomen is er weinig bekend in de literatuur hoe deze vorm van exploitatievastgoed wordt beoordeeld. Maar uitgaande van de bovenstaande gegevens is het interessant wat er gebeurt als je een hotel hier langs haalt:

- Type vastgoed: hotel
- Verhuur of eigen gebruik: beide is mogelijk, sommige vastgoed financiers willen geen eigen gebruik financieren
- Kwaliteit van het vastgoed: hangt af van de staat van het onderhoud, waar staat het vastgoed ook wel de locatie, etc.
- Kwaliteit kredietnemer: afhankelijk van de cijfers van de kredietnemer
- Kwaliteit huurder: dit moeten de cijfers uitwijzen van de huurder, kan bij hotels hetzelfde zijn als de kredietnemer
- Taxatie: moet uitwijzen wat de waarde is van het hotelvastgoed, volgens de literatuur is dat via de DCF-methode (bedrijfswaarde) voor hotels
- Courantheid van het vastgoed: een hotel is volgens onderzoek incourant
- Alternatieve aanwendbaarheid: een hotel zou omgezet kunnen worden naar wonen, maar over het algemeen is alternatieve aanwendbaarheid klein te noemen
- Onderhoudstoestand vastgoed: hangt heel erg af van hoe goed het is bijgehouden door de exploitant en vastgoedeigenaar
- Loan to Value (LTV): 65% is gangbaar in 2018, op basis van een waardering / taxatie
- Bestendigheid kasstromen: dit hangt van de exploitatie van het hotel af (huidig en toekomstig)
- Status van het gebouw: Zowel ontwikkeling of bestaand is mogelijk, bestaand is minder risico, dan kent men de cijfers van de exploitatie reeds.
- Veranderingen hoogte van rentes: is marktafhankelijk, momenteel is de rente erg laag
- Herfinancieringsrisico: is direct aanwezig

Bovenstaande bevestigt dat hotelvastgoed niet het meest toegankelijke vastgoed is voor een bank om te financieren. Er zijn veel variabelen die net even anders zijn dan bij ander niet danwel minder exploitatie gevoelig vastgoed.

Berkhout en Zwart (2013) komen niet tot een relatieve verhouding van de relevantie van deze aspecten. Juist een ranking kan de mate van risico-aversie per element bepalen specifiek gerelateerd aan hotelfinanciering. In het empirische gedeelte van dit onderzoek zal daarom getracht worden tot een ranking te komen. Daarmee ontstaat een nieuw inzicht specifiek gericht op de inzichten van financiers ten aanzien van deze vastgoeddeelmarkt.

6.5 De relatie tussen contractvormen en ‘zekerheid’ voor de bank

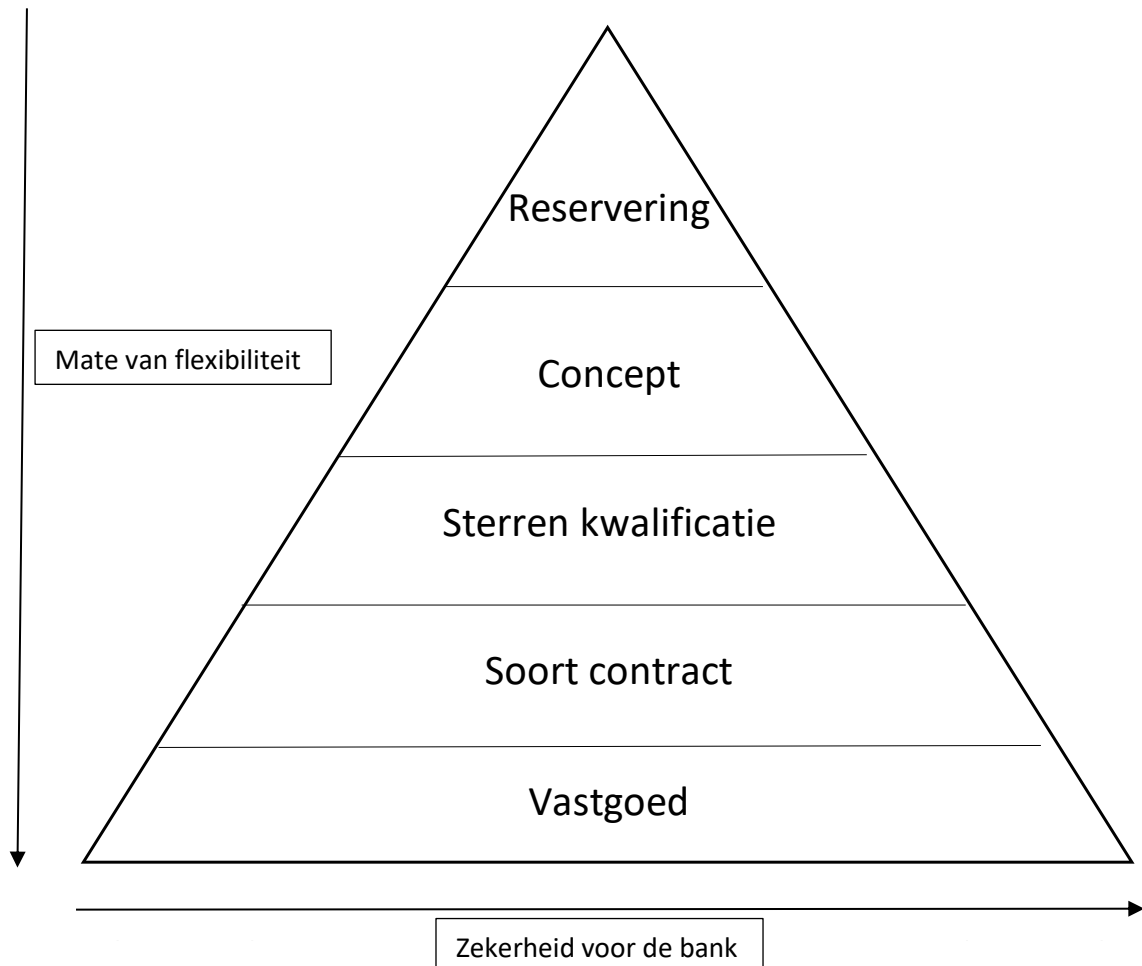
Zoals beschreven in tabel 3 is er een verschil van inzicht in de verschillende huurcontracten bij de vastgoedeigenaar en de financier / bank. De bank wil graag zoveel mogelijk ‘zekerheid’ voor zijn verstrekte lening.

Het vaste huurcontract geeft de bank de meeste ‘zekerheid’ namelijk men gaat er vanuit dat er een vast bedrag aan huur voor een bepaalde periode binnen komt. Op basis hiervan bepaald de bank of de lening lasten betaald kunnen worden. De andere vormen van het huurcontract, zijn allemaal omzet gerelateerd, waar de management overeenkomst nog verder gaat, namelijk de exploitatie is ook in handen van de vastgoedeigenaar waar dat bij de andere vormen niet het geval is. In deze gevallen moet de bank een inschatting maken van de exploitatie en dat biedt ze minder ‘zekerheid’ namelijk het bedrag aan huur fluctueert op basis van de omzet van het hotel.

De vraag is hoeveel meer zekerheid heb je met een ‘traditioneel’ vast huurcontract ten opzichte van de omzet gerelateerde vormen? Uiteindelijk draait het erom hoe goed het hotel draait zodat de huur betaald kan worden. Bij een vaste huur, kan het ook zo zijn dat een hotel niet voldoende omzet genereerd deze de huur niet meer kan betalen. Bij een omzet gerelateerde huur heb je de ups en downs, er is direct inzicht in hoe het hotel draait en kan daarom ook eerder worden bijgestuurd. Uiteindelijk zou de zekerheid bij de omzet gerelateerde vormen misschien wel groter kunnen zijn voor de bank.

6.6 De zekerheid- en flexibiliteits-piramide voor Hotels een optie?

Financiers zouden verder moeten kijken naar hotelvastgoed dan alleen naar boven genoemde elementen. Als de keten langer is waarom dan stoppen bij de gebaande paden? De onderstaande zekerheidspiramide geeft aan hoe van onder naar boven de mate van zekerheid wordt aangegeven voor de financier. Met vastgoed als grootste zekerheid en reserveringen als minste zekerheid voor de hypotheek verstrekker. En van boven naar beneden de flexibiliteit met reservering als meest flexibel en stenen het minst flexibel.



Figuur 4: Zekerheidspiramide (Burwinkel, 2018)

- Vastgoed, het gebouw, de stenen op een bepaalde locatie die als grootste zekerheid voor de hypotheekverstrekker als onderpand dient. Deze stenen vertegenwoordigen een waarde. Deze waarde dient als uitgangspunt voor de Hypotheek. Stenen zijn verder weinig flexibel, maar hebben we een hoge zekerheid. De locatie is in deze van belang omdat een hotel in Amsterdam meer toeristen en zakelijke gasten trekt ten opzichte van plaatsen buiten de Randstad. Hier ligt ook een relatie met het concept – de product markt combinatie moet ook in regionale zin kloppen.
- Soort contract, het huurcontract van het Hotel voor het vastgoed, welke meerdere vormen kent namelijk:
 - vaste huur;
 - omzethuur;
 - resultaathuur;
 - managementcontract;
 - franchise overeenkomst

De vijf genoemde contractvormen zijn het meest gebruikt binnen de hotelbranche. Het huurcontract is zo sterk als de exploitatie van het hotel. Tabel 3 in paragraaf 4.7 geeft hierbij mooi het actorperspectief weer hoe banken eigenlijk behalve het vaste huurcontract de overige contracten negatief beoordelen. Waar ziet de bank zijn risico is dan de vraag?

- Sterren kwalificatie, de sterren die hotels in verschillende groepen indeelt, de hoeveelheid sterren geeft aan hoeveel faciliteiten een hotel heeft. Dit is dus niet een kwalificatie van hoe goed een hotel is, maar in het algemeen kan men stellen dat een 5 sterren hotel beter is dan een 1 ster tellend hotel. Het kan dus zijn dat een 4 sterren hotel heel erg 'gewoontjes' is en een 2 sterren hotel juist super hip en modern. Er moet dus verder worden gekeken dan alleen de sterren, het idee erachter is juist interessant. Er is dus geen directe relatie tussen financiersrisico en sterren. Een tweesterren hotelconcept in Amsterdam kan voor een financier minder risico met zich meebrengen dan een vier sterren hotel in Noord-Oost Groningen. Desondanks bieden sterren wel een weergave van de faciliteiten zoals ook reeds in hoofdstuk 2 is geduid.
- Concept, het idee achter het hotel, welke keuzes zijn er gemaakt in de uitstraling van het hotel. Wat is de targetgroep en hoe beleven die het hotel. Wel of geen food en beverage, het aanbieden van veel service of juist budget. Dit zijn een aantal elementen die binnen het concept vallen.
- Reservering, hoeveel reserveringen komen er binnen, via welke kanalen, bedrijven als Booking.com hebben steeds meer invloed op de reserveringenstroom. Verder is de publieke opinie een belangrijke factor geworden, heb je via een website als Booking.com een 6 of juist een 9, dit kan het verschil van vele boekingen zijn.

De bovenstaande elementen zijn van belang voor hotels en tevens voor de financiers die hotelvastgoed willen financieren.

6.6 Conclusie

De conclusie kan getrokken worden dat hotelvastgoed niet direct makkelijk te financieren is voor banken. Modigliani & Miller (1958 en 1963) en de Trade Off Theory van Kraus en Litzenberger (1973) geven al aan dat er bepaalde kosten verbonden zijn aan het ophalen van vreemd vermogen. Er kan gesteld worden dat financiers bij hotels meer risico zien en daardoor hogere 'kosten' zullen berekenen om zo het risico af te dekken.

De waarderingmethodieken zijn van groot belang voor een bank om zijn LTV te bepalen. Verder komt het er op neer dat het hele hotel eigenlijk relevant is voor de vastgoedfinancier, maar de kennis niet direct heeft. De bank/ financier wil weten hoe het met de kredietnemer er financieel voorstaat, waar het hotel staat (locatie), welke gasten het hotel ontvangt en welk concept er is. Banken kijken alleen in de praktijk eerst alleen naar de stenen.

Het zijn veel variabelen die de financier moet verwerken en dat maakt dat er meer zekerheden nodig zijn dan alleen de hypotheek. De financier wil zijn risico zo klein mogelijk houden, om mocht het mis gaan alle verliezen tot het minimale te beperken. De financier overweegt dus zeer ruim zijn risico en zal daar naar handelen in de kredietaanvraag.

De kredietaanvraag wordt op bovenstaande elementen getoetst, maar er kan ook nog een andere factor spelen, namelijk het portefeuille management van de bank, mocht een bank nou vinden dat hij teveel hotels heeft gefinancierd op een bepaalde locatie of sowieso in heel Nederland, dan kan beslissen de aanvraag niet verder in behandeling te nemen (Van de Bilt, 2016)

Als laatste is het van belang dat de banken / financiers niet alleen naar hun standaarden kijken. Er is in de zekerheidspiramide een doorkijk gemaakt verder de hotelkolom in, zodat er een betere inschatting gedaan kan worden hoe "goed" een hotel is en waar er misschien aan de knoppen gedraaid dient te worden betreffende het risico.

Hoofdstuk 7 Methode van Onderzoek

In dit hoofdstuk wordt een korte uiteenzetting gegeven over de wijze waarop dit onderzoek is opgezet. In de volgende hoofdstukken zullen achtereenvolgens drie activiteiten worden uitgelicht. Het beschrijven van de praktijk aan de hand van interviews, daarna het analyseren van de interviews, teneinde hieraan de relevante kennis te ontleen. Ten slotte zal in de reflectiefase gekeken worden in hoeverre de resultaten uit de analysefase (in combinatie met de beschreven literatuur) bijdragen aan het beantwoorden van de onderzoeksvragen.

7.1 Methodologie

Dit onderzoek heeft een verkennend karakter (Baarda, 2014). Kwalitatief onderzoek biedt namelijk de mogelijkheid om een onderwerp breed te verkennen (Boeije, 2014). Er is gekozen om belanghebbenden in de hotelsector (in verschillende functies en verschillende werkgebieden binnen het (hotel)vastgoed) te interviewen om zo tot de beantwoording van de vraagstelling te komen. Zo komen onder andere een hotelexploitant, financiers en taxateurs aan het woord. Tijdens de interviews kon er worden doorggevraagd, hiermee kon er dieper op de materie worden ingegaan om zo een beter beeld te vormen. De doelstelling van de interviews was inzicht te verkrijgen in financieringswereld van het hotelvastgoed, om zo verder te kijken naar de mogelijkheden van financieringswijze van dit soort exploitatievastgoed. De gekozen onderzoeksmethode is hier het meest voor geschikt

Doordat er verschillende belanghebbenden geïnterviewd zijn, kunnen de resultaten tot een zekere hoogte geëxtrapoleerd worden. Wel is het van belang om te benadrukken dat de interviews een ideografisch karakter hebben. De interviews zijn semigestructureerd gehouden en er zijn telkens zes hypothesen aan de belanghebbenden voorgelegd,. Om structuur in de gesprekken te bewaren, zijn er naast de hypothesen een aantal vragen gesteld (zie hiervoor paragraaf 7.2), verder is er ruimte gelaten voor eigen inbreng van de geïnterviewden.

Op basis van de antwoorden van de geïnterviewden zijn de hypothesen aangenomen of verworpen , er is gekozen om een meerderheid van 6 personen aan te houden om een hypothese aan te nemen of te verwerpen.

7.2 Hypothesen

Naar aanleiding van de theorie zijn een aantal hypothesen geformuleerd. Deze hypothesen moeten uiteindelijk de hoofdvraag van deze scriptie beantwoorden. De volgende hypothesen zijn opgesteld met de daarbij behorende vragen die weer voor de interviews zijn gebruikt:

Hypothese 1 De hotelmarkt in Nederland is op zijn top

- Hoe staat de Nederlandse hotelmarkt er voor?
- Wat zijn uw verwachtingen voor deze hotelmarkt?
- Trends / Invloeden?

Hypothese 2 De huurcontracten zijn het belangrijkste element voor het financieren van een hotel

- Hoe staat men tegenover de verschillende huurcontracten?
- Welk soort contract is het meest voorkomende op dit moment?
- Wie wil er welk soort huurcontract?
- Zijn er verschillen te duiden tussen partijen, wie welk contract liever ziet?

Hypothese 3 De standaard waarderingsmethodieken geven een onjuist beeld over de waarde van een hotel

- Welke waarderingsmethodieken gebruikt men bij hotels?
- Zijn er grote verschillen in waarde te onderkennen tussen de verschillende technieken?
- Wat wordt gewaardeerd, het bedrijf, alleen het vastgoed of juist beide?

Hypothese 4 Hotels zijn niet te financieren met een normale hypotheek

- Wordt er überhaupt gefinancierd door Nederlandse banken?
- Zo ja, zijn er verschillen binnen deze banken en waar zitten die verschillen in?
- Zijn er ontwikkelingen te noemen op het financieringsvlak?

Hypothese 5 Hotelfinanciering zijn risicovolle financieringen

- Welke aspecten zijn er relevant voor een hotelfinanciering vanuit bank perspectief?
- Noem de top 5 van relevante aspecten voor hotelfinancieringen van belangrijk naar minder belangrijk.

Hypothese 6: Hotel specifieke kenmerken dienen te worden meegenomen in de financieringsaanvraag

- Welke invloed hebben de sterrenkwalificaties?
- Hoe belangrijk is de locatie?
- En hoe wordt het concept beoordeeld?

Bovengenoemde vragen hebben de leidraad gevormd voor de interviews met de diverse belanghebbenden. De uitwerking van die gesprekken volgt in het volgende hoofdstuk.

Hoofdstuk 8 Uitwerking van het kwalitatief onderzoek

8.1 Inleiding

Er zijn verschillende belanghebbenden of experts geïnterviewd om de hypothesen te toetsen. Deze experts zijn allen werkzaam binnen de hotelvastgoed wereld in verschillende hoedanigheden, en hun ervaring en kennis zijn derhalve relevant voor de beantwoording van één of meer deelvragen van het onderzoek. De volgende experts hebben meegewerkt (één van onderstaande wilde niet meewerken) aan de interviews:

Bedrijf	Naam	Functie	Gemaid	Reactie	Afspraak
Accor	Rudolph Schöningh	Director Hotel Developments	X	x	x
Savills	Dave Hendriks	Managing Director Valuation	X	x	x
Colliers	Dirk Bakker	Director Hotels	X	x	x
FGH	Jan van Haarlem	Directeur Structured Real Estate Finance	X	x	x
ING	Roman Wagenaar	Hotel specialist	X	x	x
ABN	Dennis Schiermann	Financiering specialist (Leisure)	X	x	x
HSG	Jan Roersma	CEO	X	x	x
Horwarth HTL	Ewout Hoogendoorn	Director	X	x	x
CBRE	Robbert Jan Peters	Senior Director Capital Advisors	X	x	-
Wallich & Matthes	Victor van Loendersloot	Institutional Sales Director	X	x	x
NIBC	Jan Willem van Roggen	Managing Director	X	x	x

Tabel 6: Geïnterviewden

8.2 Uitwerking van de hypothesen

Bij de uitwerking van de hypothesen worden de volgende begrippen gebruikt om aan te geven hoeveel mensen eenzelfde mening hebben gegeven. Dit tevens om de leesbaarheid te behouden.

- Enkele: 1-2 personen
- Sommige: 3-4 personen
- Verschillende: 4-5 personen
- Veel: 5-8 personen
- Meerderheid: 8-10 personen

De uitwerking van de hypothesen is geanonimiseerd, omdat bij een aantal interviews vertrouwelijkheid is afgesproken. De uitwerkingen van de interviews kunnen bij de interviewer worden opgevraagd.

Onderstaande tabel geeft de relatie weer van de theoretische inzichten ten opzichte van de hypothesen.

Hypothesen:	Theorie:
Hypothese 1 De hotelmarkt in Nederland is op zijn top	Markttheorie
Hypothese 2 De huurcontracten zijn het belangrijkste element voor het financieren van een hotel	Waarderingstheorie
Hypothese 3 De standaard waarderingmethodieken geven een onjuist beeld over de waarde van een hotel	Waarderingstheorie
Hypothese 4 Hotels zijn niet te financieren met een normale hypotheek	Financieringstheorie
Hypothese 5 Hotelfinancieringen zijn risicovolle financieringen	Financieringstheorie
Hypothese 6: Hotel specifieke kenmerken dienen worden meegenomen in de financieringsaanvraag	Financieringstheorie

Tabel 7: De verschillende theorieën t.o.v. de hypothesen

Hypothese 1 De hotelmarkt in Nederland is op zijn top

De meerderheid ziet de markt zeer rooskleurig in wat betreft de toename van kamerprijzen en bezettingsgraden. De top van de markt is volgens alle respondenten nog niet bereikt. Zelfs met het aanbod dat door andere partijen zoals Airbnb wordt aangeboden ziet men het heel positief in. Er is opgemerkt dat de regulering binnen de ring A10 van Amsterdam ook invloed heeft op de ontwikkelingen in het soort hotel dat men daar gaat exploiteren. Buiten zeer exclusieve concepten of concepten die er nog niet zijn, is het niet mogelijk nog een hotel te vestigen binnen de ring A10. Dit wordt door velen als positief ervaren voor de vastgoedprijzen. Ook is hierdoor de groei buiten de ring zeer groot, wordt er aangegeven. Op de vraag hoe het buiten Amsterdam / Randstad gaat, geeft

de meerderheid als antwoord dat de Randstad (met Amsterdam voorop) ver boven de rest van het land uitsteekt en de Randstad ook de grootste aantrekkingskracht heeft.

Veel respondenten vinden dat daarin ook een gevaar huist. Doordat de regionale verschillen zo groot zijn, ziet men kleinere hotels verdwijnen uit het straatbeeld. Dat is nadelig voor de financierbaarheid van het vastgoed buiten de Randstad, verwachten velen. Het logische gevolg zou zijn dat de financierbaarheid in de Randstad vele malen beter is door een stabielere en groeiende markt.

De meerderheid ziet grote invloeden van de ketens uit Azië en Amerika. De toplocaties worden allemaal door deze ketens ingenomen, men is verdeeld of dit goed of slecht is. Voor de financierbaarheid zien velen dit niet als een probleem. Men ziet ook niet dat de groei van de totale markt minder wordt in de Randstad.

Conclusie: de meerderheid is zeer positief over de toekomst van de hotelmarkt in Nederland. De hypothese kan verworpen worden, de top is nog niet bereikt.

Hypothese 2 De huurcontracten zijn het belangrijkste element voor het financieren van een hotel

De meerderheid van de geïnterviewden kent de verschillende soorten huurcontracten en voor degene die ze niet kende, heb ik uitgelegd wat ze inhouden (vaste huur, omzethuur, resultaatuur, managementcontract en franchise overeenkomst).

De meerderheid benoemt het franchisecontract wel, maar ziet het niet als een aparte categorie huurcontract.

Het managementcontract is de trend en veel personen benoemen dit. Veel geïnterviewden zijn het eens dat het goed is om 'het geheel te hebben' als vastgoedeigenaar, hierdoor is de invloed op de bedrijfsvoering het grootst. Er wordt ook aangegeven dat het bevorderlijk is voor de financierbaarheid, wanneer de financiers op deze manier door de keten heen kijken. Sommige zien het vaste huurcontract ook nog steeds als het geijkte contract. Het vaste huurcontract komt vaak terug bij taxateurs en traditionele bankiers en juist de managementovereenkomst bij de gebruikers en andersoortige hoteladviseurs. De omzet- en resultaatgerelateerde huurcontracten komen het minst vaak voor en worden ook niet veel aangehaald door de geïnterviewden.

Het soort huurcontract wordt door velen wel gezien als zeer belangrijk element van het financieren van hotelvastgoed. Maar niet belangrijker dan de stenen zelf. Er is verschil bij de bankiers welk contract het beste valt te financieren. Op deze vraag komt geen eenduidig antwoord van de geïnterviewde bankiers. De ene gaat voor een vast contract en de andere liever voor de managementovereenkomst. Binnen de financieringssector wordt er dus verschillend over gedacht wat het beste te financieren valt. Dit maakt het onduidelijk voor de vastgoedeigenaar, vinden de bankiers zelf ook.

Conclusie: de meerderheid kent alle facetten van de huurcontracten binnen de hotelwereld. De vaste huurovereenkomst en de managementovereenkomst komen het meeste voor (zeker de laatste). Er zit verschil in wie wat wil, maar allen zien het belang om de keten dichtbij te houden, dus denkt men positief over de managementovereenkomst. Toch kan er geconcludeerd worden dat, ondanks dat men positief kijkt naar de managementovereenkomst, er grote verschillen zijn in hoe financierbaar dit contract is. Zeker gezien de situatie dat alle bankiers een andere mening hadden in de interviews. Verder zijn de huurcontracten niet het belangrijkste element voor de financiering, maar wel zeer belangrijk. De hypothese kan verworpen worden volgens deze uitkomst.

Hypothese 3 De standaard waarderingsmethodieken geven een onjuist beeld over de waarde van een hotel

Veel van de geïnterviewden erkennen de DCF-methode als belangrijkste waardebeperator voor hotelvastgoed. Alleen gaat de meerderheid uit van de vastgoed-benadering en niet van de bedrijfswaarde-benadering, Maar enkele personen spreken over de bedrijfswaarde-benadering en een enkele over de BAR- of NAR-methode.

Veel zien dat de waardes voor hetzelfde object van elkaar verschillen. Dit komt, denken velen, omdat de methodes die gebruikt worden niet dezelfde zijn. De meerderheid pleit dan ook voor één uniforme benadering, namelijk de DCF-methode. Alleen sommige zijn er nog niet uit welke van de twee manieren er gekozen dient te worden. Velen gaan voor de bedrijfswaarde-benadering. Dit terwijl maar enkele dit initieel opperden.

Vastgoedfinanciers / de geïnterviewde bankiers leunen op de taxateurs. Op de vraag hoe hotels gewaardeerd worden, en via welke methode was het antwoord van een aantal bankiers, dat ze dat graag van de taxateur hoorden. Er wordt dus niet al te lang stil gestaan over hoe de waarde van het hotelvastgoed bepaald wordt.

Voor één financier werd er op basis van bedrijfswaarde getaxeerd (op basis van managementcontracten, deze financier wilde geen vaste contracten meer), de andere financiers prefereerden een vast contract. Deze zijn makkelijker te beoordelen en de waarde kon dan net zoals andersoortig vastgoed bepaald worden. Bij de financiers gaat het dus anders dan de adviseurs graag zouden zien, er zijn dus concrete verschillen op dat gebied. De aanname dat er expertise nodig is, is voor iedereen wel evident.

Conclusie: de verschillende standaard waarderingsmethoden komen tot verschillende waardebeoordelingen en geven in die zin geen eenduidig beeld van de waarde van het hotelvastgoed. Er zijn echter velen die de DCF-methode erkennen of de meest logische vinden en daarmee de belangrijkste methode om de waarde te bepalen. Alleen is dat initieel voor het vastgoed en niet de rest van de bedrijfswaarde. Na wat langer over de materie te hebben gesproken zien velen ook de bedrijfswaarde-methode ook als een goede manier om te waarderen. En daarom kan de hypothese verworpen worden dat de standaard waarderingsmethodieken een onjuist beeld zou geven, wel vinden velen dat we wat nu verder moeten kijken dan onze neus lang is. Daarom is de meerderheid voor uniformiteit om zo min mogelijk verschillen te krijgen in de waardebeoordelingen voor hotelvastgoed. Het zou aan taxateurs, die gespecialiseerd zijn in hotelvastgoed, moeten zijn om een waarde voor het hotelvastgoed af te geven.

Hypothese 4 Hotels zijn niet te financieren met een 'normale' hypotheek

De meningen zijn verdeeld. Vooral de bankiers geven aan dat ze zeker nog wel financieren, waar juist de adviseurs zien dat het 'lastig' is om financiering te verkrijgen voor hotelvastgoed.

Uit de theorie blijkt dat de Trade Off Theory van Kraus en Litzenberger (1973) redelijk aansluit bij de afweging van de bank hoe te financieren. Dit zie je ook terug in de interviews. Bankiers kijken inderdaad anders tegen de risico's aan dan de adviseurs.

Binnen de groep van bankiers is er weer verschil hoe er gefinancierd wordt, de een wil juist alleen maar op basis van managementcontracten financieren, de ander juist alleen op basis van vaste huurovereenkomsten. Verder is de locatie belangrijk, de Randstad is makkelijker te financieren, wordt er aangegeven. Op de vraag waarom er dan minder buiten de Randstad wordt gefinancierd, komt het fenomeen 'portefeuille management' naar voren. Hiermee wordt aangegeven dat er door financiers wordt gekeken tegen welk risico ze waar hebben gefinancierd. De gebieden buiten de Randstad worden gezien als hoger risico, in verband met de marktontwikkelingen binnen de hotelwereld. Hiermee geven financiers aan dat ze liever in de Randstad financieren dan daarbuiten.

De meerderheid ziet geen directe ontwikkelingen op het financieringsvlak. Financiers hebben minder specifieke kennis in huis, vinden de meeste adviseurs. Daarom worden deze adviseurs vaak ingeroepen om wat meer inzicht te geven. De financiers zelf vinden dat hierin ontwikkeling zit en er steeds meer kennis bij hen komt, maar de perceptie bij de andere partijen is anders. Wel zijn er meningsverschillen of er gefinancierd moet worden op basis van managementovereenkomsten of op basis van bijvoorbeeld vaste huurcontracten, dit verschilt per financier. Verder is de meerderheid het er over eens dat het financieren van hotels een specifiek vakgebied is, mede gezien de kennis die nodig is.

De hypothese wordt door allen afgewezen, alleen vinden de adviseurs dat het proces bij financiers voor verbetering vatbaar is. Banken lopen vaak achter de tijd aan, waardoor zijn ze niet altijd even goed ingelicht zijn en waardoor de directe kennis ontbreekt.

Conclusie: de gevonden verschillen in antwoorden en daarmee in de praktijk, betreffen voornamelijk de soorten huurcontracten die wel of niet gefinancierd worden. Er wordt zeker nog gefinancierd met een normale hypotheek, maar dat is niet zichtbaar voor investeerders, de financiers laten weinig los over de door hun gefinancierde hotels. Iedereen ziet dat de markt in de lift zit, maar dit beeld wordt niet bevestigd door de hoeveelheid financieringen, vinden de adviseurs. Er zijn niet directe ontwikkelingen te noemen in financieringsland, maar de meerderheid onderkent dat het een specifiek product is om te financieren en dat er veel kennis voor nodig is. En enkelen geven aan dat een hybride financieringsvorm uitkomst kan bieden voor de hotels met een managementcontract. De hypothese kan verworpen worden.

Hypothese 5 Hotelfinancieringen zijn risicovolle financieringen

Tijdens het interview is er gesproken over de aspecten van hotelvastgoedfinancieringen. Er is gevraagd deze een top 5 te geven. Alle geïnterviewden hebben de hypothese beantwoord met het verzoek dit te doen vanuit het perspectief van de bank. Dit om een zo helder mogelijk beeld te vormen inzake de meest relevante aspecten. Er is een top 5 uitgekomen:

1. Loan to Value LTV (waarde van het vastgoed ten opzichte van de lening)
2. Bestendigheid van huidige en toekomstige kasstromen (huurinkomsten)
3. Kwaliteit kredietnemer
4. Kwaliteit van het vastgoed (hier valt ook de locatie onder)
5. Kwaliteit huurder

Deze top 5 is samengesteld door de gegeven antwoorden te scoren. De meerderheid gaf de top 3 aan, dit betekent dat deze 3 aspecten voor alle partijen evident zijn. Veel van de geïnterviewden noemden nummer 4 en 5, waardoor de top 5 gecompliceerd is. Er werden buiten deze zaken ook nog andere zaken genoemd door de verschillende geïnterviewden.

Andere factoren die ook besproken zijn maar niet in de top 5 terecht zijn gekomen:

- Type vastgoed (er werd al uitgegaan in de vraagstelling van een hotel)
- Verhuur of eigen gebruik / huurovereenkomst
- Courantheid van het vastgoed
- Alternatieve aanwendbaarheid
- Onderhoudstoestand van het vastgoed
- Status van het gebouw (ontwikkeling of bestaand)
- Mogelijke veranderingen in hoogte van rentes en dergelijke
- Herfinancieringsrisico
- Portefeuillemanagement

Verschiedende bankiers hebben het over courantheid gehad en tevens kwam nieuwbouw of bestaande bouw naar voren. Nieuwbouw vond men nog lastiger in te schatten dan bestaande bouw. Adviseurs (denkend vanuit het perspectief van een bank) noemden juist locatie in plaats van kwaliteit van het vastgoed en het type contract dat wordt aangegaan.

Het type contract was voor alle bankiers van te voren al evident, er wordt gefinancierd op basis van alleen een managementovereenkomst of juist alleen een vast huurcontract. Financieringen voor eigen gebruik worden door velen überhaupt niet als vastgoedfinancieringen gezien.

Conclusie: de top 5 is door alle partijen genoemd en is niet heel verrassend. De elementen zijn niet bijzonder anders dan bij een 'normale' vastgoedfinanciering, alleen zijn de variabelen die achter deze elementen zitten voor beide heel anders. Gedegen kennis van die betreffende variabelen bij hotelvastgoed is nodig is om hotelvastgoed juist te kunnen beoordelen en te financieren.

De praktijk weerspiegelt de Trade Off Theory van Kraus en Litzenberger (1973). De Trade Off Theory gaat uit van hogere risico-opslagen bij hogere risico's en dit zie je dan ook in de praktijk gebeuren bij hotelvastgoedfinancieringen.

Hypothese 6: Hotel specifieke kenmerken dienen te worden meegenomen in de financieringsaanvraag

Er zijn een aantal hotel specifieke kenmerken te benoemen namelijk:

- Sterrenkwalificatie
- Locatie waar het hotel staat in Nederland
- Het concept

De geïnterviewden is gevraagd hoe de invloed van deze drie specifieke kenmerken moet worden meegewogen in de financieringsaanvraag (vanuit het oogpunt van de bank).

Veel erkennen dat het aantal sterren wel iets zegt over een hotel, al is het niet voor iedereen helemaal duidelijk wat de sterren precies zeggen. Het gaat om de hoeveelheid faciliteiten die een hotel aanbiedt. Veel geven dus

aan dat het wel van belang is om te kijken naar het aantal sterren, maar dat er meer is dan alleen het aantal sterren. Er zijn sommigen die aangeven dat het een achterhaald concept is. Deze groep, van voornamelijk adviseurs, ziet niet direct aanleiding de sterrenkwalificatie mee te nemen in de financieringsaanvraag.

De locatie wordt door de meerderheid gezien als een zeer belangrijk item. Namelijk een hotel in Amsterdam heeft meer aantrekkingskracht dan een hotel in noordoost Groningen. Wel geeft men aan dat een hotel in noordoost Groningen niet slecht hoeft te zijn. Het ligt er volledig aan welke doelgroep er wordt ontvangen. De locatie is volgens de bankiers van belang voor hun portefeuille-management strategie. Ze geven aan dat de financiers kijken waar ze wat financieren. Iedereen ziet trouwens Amsterdam als de plek om te financieren. Het groeiende toerisme en de zakelijke vooruitgang geeft iedereen het gevoel dat het in Amsterdam niet fout kan.

Het concept wordt door vele gezien als belangrijk. Bankiers zien dit als een lastiger item, waar de adviseurs juist heel erg naar de concepten kijken. Het Studenthotel en Zoku worden genoemd als nieuwe en zeer interessante concepten die de hotelwereld hebben veranderd. Hier speelt flexibiliteit een grote rol, je kan in beide concepten bijvoorbeeld een nacht zitten of 6 maanden. De mix van long en short stay wordt ook telkens belangrijker, geven de adviseurs aan.

Verder geven de adviseurs aan dat de reviews op de websites als Booking.com telkens belangrijker zijn om naar te kijken. Deze reviews kunnen een hotel echt meer of juist minder boekingen opleveren.

Conclusie: De bankiers en de adviseurs vinden verschillende zaken belangrijk of juist minder belangrijk. De hypothese kan worden aangenomen, de aspecten die specifiek voor een hotel gelden, moeten absoluut worden meegenomen in de financieringsaanvraag.

De locatie wordt overduidelijk als zeer belangrijk item gezien, maar met een juist concept kan elke locatie prima werken. Hier zit vaak wel het verschil tussen adviseur en bankier. Bankiers kijken met een ander idee naar concept en locatie, namelijk vaak met een bepaalde portefeuille-management strategie in gedachten. Wil de financier wel zoveel hotels in een bepaald gebied financieren?

Ook kwam de beoordeling van de hotels nog naar voren. Verschillende adviseurs en een bankier wezen op de reviews op Booking.com en wat dat met een hotel kan doen, zowel in positieve als negatieve zin.

8.3 Terugblik op de interviews

In dit hoofdstuk zijn de hypothesen uitgewerkt die tijdens de interviews voorgelegd zijn. De geïnterviewden zijn allen afkomstig uit de vastgoedwereld en zo goed als allemaal bekend met de hotelwereld. De bankiers zijn conservatiever in hun opvattingen en werkwijzen gebleken, op een enkele na ook wat minder actief op het vlak van hotelvastgoedfinanciering.

Uit de interviews blijkt dat iedereen die zich direct (op een aantal na) met hotels bezig houdt, redelijk op één lijn zit. Toch zijn er nog genoeg verschillen in opvattingen, zeker wanneer men kijkt naar de beste waarderingsmethodiek en naar het soort huurcontract dat goed gefinancierd kan worden. Ook merk je dat dit een zeer specifiek onderwerp is, waarvan gedegen kennis noodzakelijk is. Op welk vlak van de (hotel)vastgoedwereld men ook actief is, iedereen vindt dat die kennis zeer belangrijk is.

De interviews hadden een open karakter en de geïnterviewden hebben allemaal de tijd genomen. Ieder had zijn vakgebied waar we verder door op konden praten. Alle geïnterviewden hebben zo op hun manier een bijdrage geleverd aan dit onderzoek. Naast nieuwe of aanvullende inzichten zijn er zaken opgehelderd of juist in een ander daglicht gezet door deze interviews.

De interviews geven een breed beeld van hoe het nu gaat in de hotelvastgoedmarkt. Er bestaat een groot verschil van opvatting tussen de bankiers / financiers en de adviseurs hoe financierbaar hotelvastgoed is. Allen hebben de intentie om tot iets werkbaars te komen, maar de verschillen die overbrugd moeten worden zijn nog wel erg groot. De adviseurs lopen bij financiers tegen problemen aan, omdat hun kennis niet voldoende is of er erg rigide wordt gekeken naar hotelvastgoed.

De methodologische beperking van de interviews is dat men voor eigen 'parochie' predikt. Ieder heeft een eigen belang, dus het is niet uit te sluiten, dat men 'zijn waarheid' heeft verteld. Alle geïnterviewden geven aan dat de

markt dusdanig is, dat het van belang is om met elkaar verder te gaan. Door het specifieke karakter van hotelvastgoed is iedereen met elkaar verbonden en van elkaar afhankelijk.

De uitkomsten van de interviews en de geraadpleegde literatuur schetsen een vergelijkbaar beeld. Toch wordt er per categorie verschillend gekeken naar de financierbaarheid van het hotelvastgoed. Dit komt voornamelijk door de verschillende waarderingsmethodieken en de verschillende huurcontracten die gebruikt worden. De geïnterviewden zijn het lang niet altijd met elkaar eens. De bedrijfswaarde-benadering die we tegen komen in de literatuur wordt niet of nauwelijks genoemd als factor om naar te kijken in de waardering van het vastgoed. Wel wordt er gekeken naar de resultaten of forecast van hotelexploitaties, maar deze worden meegenomen in de waardering van het vastgoed.

De uitkomsten van de interviews zijn logisch te verklaren, de verschillen van mening tussen financiers en adviseurs zijn niet nieuw. Ze geven weer dat adviseurs verder zijn en banken misschien achterlopen en niet altijd de meest recente kennis in huis hebben. De noodzaak tot specialiseren wordt wel door alle partijen onderkend.

De waardering van het hotelvastgoed wordt nog steeds door de meesten gezien als waardebeoordeling alleen voor de stenen, en niet voor de waardering van zowel de stenen als de exploitatie. Vaak worden dus niet beide componenten meegenomen in de taxatie. Hier is winst te behalen voor alle partijen en kan er, door beide componenten te waarderen, een beter en dieper beeld verkregen worden van de daadwerkelijke waarde van het hotelvastgoed.

Uit de interviews kan de conclusie getrokken worden dat er nog wel werk aan de 'winkel' is voor alle partijen. Banken moeten meer specialiseren en verder durven kijken dan ze nu doen. Taxateurs / adviseurs dienen ook verder door de keten te kijken en te waarderen op basis van bijvoorbeeld de economische waarde. Er dient een eenduidig beleid met elkaar te worden afgesproken over de wijze van het waarderen van een hotel ten behoeve van een vastgoedfinanciering.

Hoofdstuk 9 Conclusie

9.1 Inleiding

De conclusie van deze scriptie volgt in dit hoofdstuk. Eerst wordt de hoofdvraag, waarna op de verschillende deelvragen een antwoord wordt gegeven. Ter afsluiting een aantal aanbevelingen en ideeën voor mogelijk vervolgonderzoek.

9.2 Beantwoording hoofdvraag

De hoofdvraag van dit onderzoek luidt als volgt:

- *Welke aspecten zijn het meest relevant bij het tot stand komen van een hotelvastgoedfinanciering in de Nederlandse markt en welke bancaire financieringsmogelijkheden zijn er vanuit Nederlandse banken voor Nederlands hotelvastgoed?*

Uit de geraadpleegde literatuur kan voor financieringstheorieën afgeleid worden dat, wanneer er voor het aantrekken van vreemd vermogen 'harde' zekerheid op het pand wordt afgegeven, er meer geld geleend kan worden tegen relatief lage kosten (risico-opslag). De waardering van het pand vormt een belangrijk element in de financiering of financierbaarheid van het pand. Voor die waardering van de marktwaarde van het hotelvastgoed zijn meerdere methoden mogelijk, maar de methode van de DCF-bedrijfswaardebepaling komt er als beste uit. Deze methode neemt de exploitatie of kasstromen als uitgangspunt en waarde van een hotel wordt grotendeels bepaald door haar exploitatie. Voorwaarde voor een goede waardebepaling, en voor de DCF-methode in het bijzonder, is gedegen kennis van de hotelvastgoedmarkt om een realistische inschatting te kunnen maken van de toekomstige kasstromen. Een nadeel van deze methode is dat de vastgoed specifieke kenmerken (zoals locatie en onderhoudsstaat) niet worden meegenomen in de berekening. In de Business Valuation wordt het hotelvastgoed mede gewaardeerd op basis van de exploitatie.

Daarnaast is het belang van het huurcontract groot. De verschillende huurcontracten voor hotels vragen om een andere manier van waarderen. Vanuit een bancaire oogpunt kijkt men eerst naar de huurinkomsten en niet naar de exploitatie. De vastgoedeigenaar die weinig tot geen kennis van de hotelmarkt heeft zal vaker kiezen voor een huurovereenkomst met vaste huur. Is men bereid om meer risico te nemen en is er enige kennis in huis, dan kan er gekozen worden voor een managementovereenkomst, welke een hoger rendement kan bieden. Met de franchise overeenkomst kan aangesloten worden bij een reeds bestaande, goedlopende hotel formule. Duidelijk is dat er een relatief groot verschil tussen huurcontractvormen is. Dit heeft weer directe gevolgen voor de exploitatie en (daarmee ook) voor de financier.

De voor de financiering relevante aspecten komen naar voren in de praktijktheorie van Berkhout en Zwart (2013), welke zij aanvullen met diverse andere elementen. Deze aspecten komen tevens terug in het empirisch onderzoek, zodat de volgende ranking opgesteld kan worden:

1. Loan to Value LTV (waarde van het vastgoed ten opzichte van de lening)
2. Bestendigheid van huidige en toekomstige kasstromen (huurinkomsten)
3. Kwaliteit kredietnemer
4. Kwaliteit van het vastgoed
5. Kwaliteit huurder

De top 5 is geen verrassing, echter wat zeer belangrijk is om te vermelden, is dat uit de interviews naar voren is gekomen dat marktkennis zeer belangrijk wordt geacht voor het financieren van hotelvastgoed. Ook bestaan er verschillen in de waardebepalingen waar uniformiteit nodig is. Welke manier van waarderen passen we in het vervolg toe op hotelvastgoedfinancieringen?

Tevens is uit het empirisch onderzoek gebleken dat bankiers conservatiever zijn dan adviseurs en de eersten de voorkeur geven aan financiering op basis van een vaste huurovereenkomst. Adviseurs zijn beter ingevoerd in de hotelmarkt en hebben meer kennis van de hotelexploitatie en geven daarom de voorkeur aan financiering op basis van managementovereenkomsten. Beide groepen onderkennen het belang van de specifieke kennis die nodig is om de risico's goed in te schatten en om zowel het vastgoed als de exploitatie goed op waarde te schatten.

Voor het financieren van hotelvastgoed is de hypotheek in de drie verschillende vormen beschreven in de theorie. Er is vanuit de interviews geen andere vorm van financieren van het vastgoed naar boven gekomen. Voor het financieren van de exploitatie zijn wel andere vormen, maar deze zijn buiten beschouwing gelaten in dit onderzoek.

9.3 Beantwoording deelvragen

Ten behoeve van de beantwoording van de hoofdvraag zijn de volgende vier deelvragen geformuleerd:

- *Welke karakteristieken zijn onderscheidend voor de Nederlandse hotelmarkt en welke trends en ontwikkelingen zijn hierin te onderkennen?*

Deze vraag kan als volgt beantwoord worden: Het gaat Nederland momenteel voor de wind in de hotelindustrie. De kamerprijzen en bezettingsgraden stijgen, de investeringen nemen toe, en de aantallen toeristen en de zakelijke reizigers groeien ook ieder jaar. Er komen nog steeds nieuwe ketens naar Nederland en dat geeft aan dat er voldoende interesse is. Kortom het gaat goed met de hotelmarkt in Nederland!

- *Welke overeenkomsten en verschillen bestaan tussen de verschillende soorten huurcontracten in de hotelmarkt?*

De volgende (huur)contracten kunnen worden geïdentificeerd:

1. vaste huur;
2. omzethuur;
3. resultaathuur;
4. managementcontract;
5. franchise overeenkomst

De eerste drie contracten verschillen niet zoveel van elkaar. De vaste huurovereenkomst is nog steeds het meest voorkomende contract van de drie. Bij nummers 2 en 3 fluctueren de huuropbrengsten, zoals de namen al aangeven. Het managementcontract wijkt volledig af van het standaardhuurcontract, hier is de vastgoedeigenaar ook eigenaar van de exploitatie, en heeft voor deze exploitatie een manager ingehuurd.

De franchise overeenkomst is eigenlijk geen huurcontract, maar door middel van deze overeenkomst wordt een bepaald 'sausje' over het hotel heen gelegd. Hier wordt gebruik gemaakt van een operator met een reeds bestaande formule.

De trend is momenteel het managementcontract, waar sommige banken juist nog graag het vaste huurcontract zien.

- *Welke waarderingmethodieken zijn relevant bij het bepalen van een marktwaarde voor hotelvastgoed? En welke rol spelen de verschillende huurcontracten hierbij?*

De inkomsten-benadering is de meest gekozen methode voor het bepalen van de waarde van het hotelvastgoed, de DCF-methode is hieruit voortgekomen. Dit blijkt uit de praktijk en uit de literatuur. Alleen maakt de praktijk nog weinig gebruik van de DCF-bedrijfswaarde benadering waar dit in de literatuur wel al gebeurt. In de praktijk wordt de DCF-methode wel voor het bepalen van de waarde van het vastgoed gebruikt, maar nog niet in combinatie met de waardering van de exploitatie.

Nu is het managementcontract in opkomst en zou het dus verstandig zijn om over te stappen naar de bedrijfswaarde-benadering, welke dieper inzoomt op de exploitatie. Dit in tegenstelling tot een vast huurcontract, dat ook op een BAR/ NAR-methode benaderd kan worden.

Enige uniformiteit wat betreft het waarderen zou goed zijn voor alle partijen, zodat een beter beeld van de totale waarde van het hotelvastgoed verkregen kan worden en zou tevens de financierbaarheid kunnen bevorderen.

- *Welke elementen van het hotel zijn relevant voor de financiering ervan? En wat is de relatie tussen de vorm van het huurcontract en de 'zekerheid' voor de bank?*

De elementen die van belang zijn

1. Het vastgoed, de stenen.
2. Soort contract, het huurcontract van het hotel voor het vastgoed, welke meerdere vormen kent.
3. Sterrenkwalificatie, de sterren die hotels in verschillende groepen indeelt, de hoeveelheid sterren geeft aan hoeveel faciliteiten een hotel heeft. Dit is dus niet een kwalificatie van hoe goed een hotel is, maar in het algemeen kan men stellen dat een 5-sterren hotel beter is dan een 1 ster tellend hotel.
4. Concept, het idee achter het hotel, welke keuzes zijn er gemaakt in de uitstraling van het hotel. Wat is de targetgroep en hoe beleefd deze het hotel. Wel of geen food and beverage, het aanbieden van veel service of juist budget. Dit zijn een aantal elementen die binnen het begrip concept vallen.
5. Reservering, hoeveel reserveringen komen er binnen en via welke kanalen. Bedrijven als Booking.com hebben steeds meer invloed op de reserveringenstroom. Verder is de publieke opinie een belangrijke factor geworden. Heb je via een website als Booking.com een 6 of juist een 9, dit kan het verschil van vele boekingen zijn.

Het huurcontract heeft de meeste invloed op de financierbaarheid, deze bepaalt mede de waarde van een hotel. De verschillende huurcontracten die besproken zijn, hebben allen een eigen invloed op de financierbaarheid van het hotelvastgoed. Belangrijk om te weten is dat banken uiteindelijk alles wat niet 'standaard' is, lastiger in te schatten vinden en dit direct als hoger risico kwalificeren.

De DCF-methode komt als beste uit de bus voor het waarderen van hotels is reeds gebleken. Het meest geschikt is ook de bedrijfswaarde-benadering voor een hotel. Kijkend naar de bovenstaande elementen, is het ook juist om de bedrijfswaarde-methode te gebruiken, omdat een hotel meer is dan alleen een huurcontract welke cashflow genereerd.

9.4 Reflectie

Vanuit het literatuuronderzoek en de gehouden interviews is het verkennend karakter van deze scriptie naar voren gekomen. Tijdens het houden van de interviews kwam er nieuwe kennis naar voren. Deze kon ik wel delen met de volgende geïnterviewde, maar dit was achteraf niet meer mogelijk voor de reeds eerder geïnterviewde.

De hotelmarkt is relatief klein ten opzichte van andere volwassen vastgoedmarkten. Daarom is er ook gekozen om interviews te houden. Dit gaf ruimte voor discussie en er kon dieper worden ingegaan op de materie.

In de toekomst (vervolg onderzoek) zou een vragenlijst misschien ook kunnen fungeren als onderzoeksmethode, om zo de significante relevantie te toetsen.

Binnen de hotelvastgoedwereld is er veel specialistische kennis en daarom is er gekozen om de geïnterviewden uit verschillende disciplines binnen het vastgoed te bevragen. Zo is er een brede zienswijze gekomen op de materie.

Kanttekening hierbij is dat er een zeer specifieke groep respondenten geïnterviewd is. Een volgende keer zou er een bredere groep respondenten moeten worden geïnterviewd om zo tot meer genuanceerde antwoorden te komen en er wat minder eenheidsidee ontstaat.

9.5 Onderzoeksaanbevelingen en mogelijk vervolgonderzoek

De hotelmarkt is volop in beweging en er gebeurt veel op dit gebied. In de randstad wordt er nog veel bijgebouwd, maar in de periferie heeft men het lastiger. Doordat het zo in beweging is zijn er een aantal zaken die zijn opgevallen tijdens dit onderzoek en die moeite waard zijn om verder te onderzoeken:

- Waarderen middels een gecombineerde DCF-methode (bedrijfswaarde en vastgoedwaarde). Hier dient uniformiteit te zijn om de verschillen in waarde zo minimaal mogelijk te houden. Wat zijn de mogelijkheden hiervoor? Kan er een koppeling worden gemaakt met de economische waarde en het vastgoed?
- Banken kijken nog steeds alleen naar de hypothecaire financiering, de mogelijkheden voor hybride hypotheek- / leningsvormen zijn de moeite waard. Zeker nu de managementcontracten meer in trek

zijn en er een combinatie gezocht kan worden met de economische waarde van een hotel, zou dit wel eens een uitkomst kunnen bieden voor bank en leningnemer.

Een tweetal aanbevelingen die voor banken het overwegen waard zijn:

- Gedegen kennis van deze markt is een must, hotelteams maken die zich concentreren op dit gedeelte van de markt. Specialisten moeten de financiering 'optuigen' binnen de banken.
- De hele keten en alle facetten van de exploitatie bekijken, dus zoals voorgesteld ook kijken naar de reserveringen, reviews, concept, sterrenkwalificaties en locatie. Dieper op de materie ingaan om zo een beter beeld te vormen van wat de risico's nou echt zijn voor de bank.

Conclusie

Er is voor de banken werk aan de winkel. De benodigde kennis voor hotelvastgoed is zeer specifiek en er wordt soms nog wat 'ouderwets' gedacht over het financieren van een hotel. Een hybride financiering is een interessante mogelijkheid om verder te onderzoeken. En ten slotte geeft het geheel weer dat er nog genoeg ruimte in de markt is voor hotelvastgoedfinancieringen.

Bibliografie

Boeken:

- P.C. van Arnhem, T.M. Berkhout & G.G.M.T. Have (2015). *Taxatieleer vastgoed 2*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- P.C. van Arnhem, T.M. Berkhout & G.G.M.T. Have (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- B. Baarda e.a. (2014). *Basisboek methoden en technieken*, Noordhoff Uitgevers, Groningen.
- T.M. Berkhout & Ph.H. Zwart (2013). *Basisboek Vastgoedfinanciering*. Amsterdam, Uitgeverij: Drs. Ph. H. Zwart.
- H.S.E.J. Beuken (2005). *Waardebepaling van hotelvastgoed*. Master of Studies in Real Estate. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate.
- H. Boeije (2014). *Analyseren in kwalitatief onderzoek*, Boom Lemma uitgevers, Den Haag.
- A. S. Bond, & P.J. Scott (2006). *The Capital Structure Decision for Listed Real Estate Companies*, University of Cincinnati & University of Cambridge - Department of Land Economy
- S. Dominguez Sainza (2016). *Hybride overeenkomsten in het hotelvastgoed*, Master of Real Estate. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate.
- B.M. Driessen & N.M. Wubs (2007). *Hotels en Vastgoed -de visie van beleggers-*. Den Haag, Uitgeverij: Invast B.V.
- P. van de Geer (2006). *Marktwaaarde incourant vastgoed : 'wie het weet mag het zeggen'*. Master of studies in Real Estate. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate.
- P. van Gool, P. Jager, M.A.J. Theebe, R.M. Weisz & R.A.M. van de Bilt (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- D. Harper (2008). *Valuation of Hotels for Investors*. London, Uitgeverij: EG Books.
- G.G.M.T. Have (2007a). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- G.G.M.T. Have (2007b). *Taxatieleer vastgoed 2*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- R. Hayward (2009). *Valuation: Principles into Practice*. London, Uitgeverij: EG Books.
- V.I. Huizinga (2002). *Direct beleggen in bestaande hotels*. Utrecht, Uitgeverij PS.
- Koller, T., Goedhart, M. en Wessels, D. (2005). *Valuation, measuring and managing the value of companies*, New Jersey.
- F.J.M.D. Kousemaeker & M.A.J.M. van Agt (2007). *Praktijkaspecten Vastgoed*. Groningen, Uitgeverij: Noordhoff Uitgevers.
- A. Kraus & R.H. Litzenberger (1973). *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. Journal of Finance. 28: 911–922.
- C. S. Myers, S. N. Majluf & S. Nicholas (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics. 13 (2): 187–221

A.I.M. van Mierlo (2016). *Overwaarde-arrangement – Wederzijdse zekerhedenregeling*, in: Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten, Deventer, Uitgeverij Wolters Kluwer.

F. Modigliani, M. Miller (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review. 48 (3): 261–297

F. Modigliani, M. Miller (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. American Economic Review. 53 (3): 433–443.

S. Rushmore (2002). *Hotel Investment Handbook 2002*. Mineola, New York, USA.

S. Overes (2016). *Economisch waarderen van vastgoed – de ontbrekende schakel toegevoegd?* Master in Real Estate. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate.

A. Smith (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Groot-Brittannië

J.C.F. Steinebach (2006). *HUURCONTRACTEN VOOR HOTELVASTGOED “een verkennend onderzoek naar de aandachtspunten voor de vastgoedbelegger”*. Master of studies in Real Estate. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate.

J.B. Tensen (2011). *Hotels en Vastgoedeigenschappen*. Master Real Estate & Housing, Technische Universiteit Delft.

J. Vis (2006). *Werken met waarde*. Maasdam, Uitgeverij: Kluwer.

Websites

<https://www.airbnb.nl>

<https://www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/conjunctuurklok>

<https://www.cbs.nl/>

<http://www.cpb.nl/cijfer/kortetermijnraming-mei-2018>

<https://www.horecaDNA.nl>

<https://economie.rabobank.com/publicaties/2015/november/regionale-economische-prognoses-2016/>

<http://www.hotelinvestmentseminar.nl> (by J. Roersma, 2016 & 2017)

<http://www.hotelsterren.nl/classificatieaanvraag>

https://www.ing.nl/media/ING_EBZ%20%20Hotels%20en%20de%20deeleconomie_tcm162-89156.pdf

<http://www.kenniscentrumhoreca.nl>

<https://www.khn.nl/hotelclassificatie>

<http://www.leisurepropertyservices.com/profservices>

<http://www.leisurepropertyservices.com/wp-content/uploads/What-a-bank-really-needs-from-a-hotel-valuation.pdf> (by David Harper)

<https://www.rabobankcijfersentrends.nl/index.cfm?action=branche&branche=Hotels>

<http://www.rics.org/nl/knowledge/professional-guidance/international-standards>

<https://www.vastgoedmarkt.nl>

<https://www.verdermetfinancieren.abnamro.nl/feiten-cijfers/gezonde-hotels-blijven-investeren/>

Research

A. Owusu-Ansah, (2009). *Corporate Capital Structure Policies Differ In A Significant Way*.
https://www.kth.se/polopoly_fs/1.159626!/Menu/general/columncontent/attachment/459.pdf (laatst geraadpleegd op 2 juli 2018).

ING, Research rapporten concurrenten per sector, ING Economisch Bureau / december 2017.

Horwath HTL (2017), HOSTA 2017 *The Benelux Hotel Industry*, Amsterdam, Horwath HTL

Horwath HTL (2018), SENTIMENT SURVEY 2018, *The Netherlands: Hotel Market Sentiment Survey*,
http://holland2.htl-web.com/files/2018/07/NETHERLANDS_S.Survey_2018.pdf (laatst geraadpleegd op 2 juli 2018).

Savills research data, J. Jansen (2016). *Netherlands and Amsterdam Office and Hotel Market*. Amsterdam, diverse bronnen. <http://en.savills.nl/research/netherlands-research.aspx> (laatst geraadpleegd op 13 april 2016).

Savills research data, J. Kleemans & B,W, Wilberts (2018). *Spotlight, Dutch hotels attract more than just tourists*. (laatst geraadpleegd op 18 juni 2018).

Van Schie (2017), *Hotelloods*, Amsterdam

H. Stil (2016). *"Zelfs op Overamstel is nu plek voor een nieuw hotel"*. *Het Parool*, 11 februari 2016.

College sheets:

Diverse college sheets portfolio management, R.A.M. van de Bilt (2016) Amsterdam.

Geïnterviewde experts:

Rudolph Schöningh: Director Hotel Developments bij Accor Hotels

Dave Hendriks: Managing Director Valuation bij Savills

Dirk Bakker: Director Hotels bij Colliers

Jan van Haarlem: Directeur Structured Real Estate Finance bij FGH Bank

Roman Wagenaar: Hotel specialist bij ING

Dennis Schiermann: Financiering specialist (Leisure) bij ABN AMRO

Jan Roersma: CEO bij HSG

Ewout Hoogendoorn: Director bij Horwath HTL

Victor van Loendersloot: Institutional Sales Director bij Wallich & Matthes

Jan Willem van Roggen: Managing Director bij NIBC