

Amsterdam School of Real Estate

Master of Science in Real Estate



**De opkomst van alternatieve financiers in de Nederlandse
commerciële vastgoedmarkt; wie doet er mee en wie haakt er af?**

Auteur:

Max Borchert

MSRE 2016-2018

Begeleider:

Arnold Wilts

Augustus 2018

Colofon

Titel	De opkomst van alternatieve financiers in de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt; wie doet er mee en wie haakt er af?
Auteursnaam	Maximiliaan Andreas Borchert
Datum	18 augustus 2018
Studie	Master of Real Estate
Universiteit	Amsterdam School of Real Estate
Begeleider, plaats	A. Wilts, Utrecht
Bestandsnaam	Master Thesis MA Borchert
Contact adres	Memeleiland 176 1014 ZL Amsterdam Nederland Telefoonnummer: +31 6 23789160 e-mailadres: mborchert1993@gmail.com

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaande toestemming van M.A. Borchert.

Voorwoord

Voor u ligt een scriptie waarin wordt onderzocht welke factoren de bereidheid tot markttoetreding beïnvloeden voor alternatieve vastgoedfinanciers. Het onderzoek beslaat de Nederlandse vastgoedmarkt en tracht inzichten te verschaffen aan de hand van economische theorieën en marktkennis. Deze scriptie is geschreven in het kader van mijn afstuderen aan de opleiding Master of Real Estate (MSRE) aan de Amsterdam School of Real Estate.

Bij deze wil ik graag mijn begeleider bedanken voor zijn fijne begeleiding. Daarnaast ben ik de geïnterviewden dankbaar voor de tijd en moeite.

Max Borchert

Amsterdam, augustus 2018

Managementsamenvatting

De samenstelling van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is de laatste jaren aan verandering onderhevig. Daar waar de traditionele banken een stap terug doen, is er tegelijkertijd de intrede van alternatieve financiers. De opkomst van alternatieve financiers in de Nederlandse markt kent geen eenduidige verklaring en/of wetenschappelijke grondslag. Meerdere, context-afhankelijke, factoren dragen zorg voor de interesse in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Dit onderzoek zal onderzoeken welke factoren van invloed zijn op de bereidheid tot markttoetreding voor alternatieve vastgoed financiers.

Het doel van dit onderzoek is om de aantrekkingskracht van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt inzichtelijk te krijgen. Het onderzoek tracht dit doel te bereiken door enerzijds kennis en inzicht te verkrijgen in de achterliggende redenen voor alternatieve financiers om de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te betreden, en anderzijds om de aantrekkelijkheid van het Nederlandse vastgoedfinancieringsklimaat te doorgronden.

De voornaamste redenen voor alternatieve financiers om tot de Nederlandse markt toe te treden zijn de positieve staat van de vastgoedmarkt, de mate van concurrentie, de toegankelijkheid en transparantie, en de relatief gunstige financieringscondities.

De staat van de vastgoedcyclus is voor alternatieve financiers van groot belang bij de keuze om een markt te betreden. Afhankelijk van het beleid en het doel van de alternatieve financier, kan een bepaalde hoog- of laagconjunctuur een kans of drempel vormen. Na de kredietcrisis is de Nederlandse kantorenmarkt uit het dal gekropen en bevindt deze zich momenteel in een expansiefase. De expansiefase veroorzaakt een stijging in vastgoedwaarden waarmee het Nederlandse klimaat voor alternatieve financiers over het algemeen verbeterd.

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is, in vergelijking tot omliggende landen, minder competitief. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt doordat de Nederlandse markt van oudsher voor een groot deel bediend wordt door de traditionele banken. Het is de verwachting dat door de veranderende formele instituties en wet- en regelgeving de traditionele banken marktaandeel gaan inleveren. Alternatieve financiers zien deze eventuele ontwikkeling als een kans om marktaandeel te veroveren.

Op het vlak van informele instituties verschilt de Nederlandse markt weinig van vergelijkbare, omliggende, vastgoedmarkten. Desondanks stellen alternatieve financiers dat de Nederlandse markt, meer dan in andere markten, betreden kan worden zonder dat er daadwerkelijk kantoor gehouden dient te worden. Door de geografische ligging, omvang, bereikbaarheid, toegankelijkheid en open cultuur worden de toetredingskosten beperkt gehouden. Alternatieve financiers zien dit als een positieve kant van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt.

Mede door de relatief beperkte mate van concurrentie en de lage kosten verbonden aan het betreden van de Nederlandse markt voelen alternatieve financiers zich aangetrokken. In hoeverre een alternatieve financier zijn toetreding op de Nederlandse markt uiteindelijk als een succes beschouwd, is afhankelijk van meerdere context afhankelijke factoren. Door de vele factoren die van invloed zijn op de aantrekkingskracht van de Nederlandse markt dient de kanttekening te worden gemaakt dat deze door micro- of macro-economische gebeurtenissen in rap tempo om kan slaan.

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	3
Managementsamenvatting	4
Inhoudsopgave.....	5
1. Inleiding.....	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling	9
1.4 Onderzoeksvraag.....	10
1.5 Onderzoeksmethodiek.....	11
1.6 Literatuuronderzoek	11
1.7 Afbakening en generaliseerbaarheid	12
2. Theoretisch kader: Alternatieve vastgoedfinanciering.....	13
2.1 Vastgoedfinanciering	13
2.2 Vastgoedfinancier	14
2.3 Kredietproces	17
2.4 Vastgoedcyclus	19
2.5 Vier-kwadranten model.....	20
2.6 Conclusie.....	23
3. Instituties en markttoetreding.....	25
3.1 Informele instituties	25
3.2 Formele instituties.....	26
3.3 Bazel akkoorden.....	27
3.4 Solvency II	28
3.5 Markttoetreding.....	29
3.6 Conclusie.....	32
4. Methodologie	33
4.1 Aard van het onderzoek	33
4.2 Afbakening.....	34

4.3	Onderzoeksresultaten	35
4.4	Conclusie.....	35
5.	Resultaten	36
5.1	Deelvraag 1	36
5.2	Deelvraag 2	38
5.3	Deelvraag 3	40
5.4	Tabel bevindingen.....	41
5.5	Conclusie.....	42
6.	Conclusies en aanbevelingen	43
6.1	Conclusies	43
6.2	Beperkingen	45
6.3	Aanbevelingen	45
6.4	Reflectie	46
7.	Bibliografie	47
Appendix 1	Schematisch onderzoek model.....	51
Appendix 2	Getallenvoorbeeld van het hefboomeffect	51
Appendix 3	Achtergrond ‘Property Cycle Theory’	53
Appendix 4	Institutie ‘Vier lagen’ schema Olivier Williamson (1998).....	56
Appendix 5	Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt	57
Appendix 6	Huurprijsontwikkeling	58
Appendix 7	Vraag en aanbod vastgoedmarkt	60
Appendix 8	Bruto aanvangsrendementen	60
Appendix 9	Investeringsvolume	62
Appendix 10	Tekstuele beschrijving bij modelmatige weergave resultaten.....	63
Appendix 11	Vragenlijst.....	66

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

Het speelveld op de vastgoedfinancieringsmarkt is aan verandering onderhevig. De rookpluimen van de financiële crisis zijn nog maar net opgetrokken, de gevolgen des te minder. De financiële crisis en vastgoedfinanciering zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Zo stelt De Nederlandsche Bank (2018) dat de huidige ontwikkelingen op de huizen- en commercieel vastgoedmarkt zorgvuldig worden gemonitord, omdat deze deelmarkten meer dan eens de katalysator zijn geweest in het ontstaan van financiële crises.

‘In-transparant’ en vastgoed zijn twee begrippen die überhaupt al jaren hand in hand gaan. Berkhout (2016) stelt dat alhoewel het belang van transparantie in de vastgoedsector wordt onderkend er een chronisch gebrek aan data beschikbaar is. Ook De Nederlandsche Bank benadrukte in 2016 nogmaals het belang van transparantie in de vastgoedmarkt, en dan met name in de vastgoedfinancieringsmarkt. Eerdere vastgoedcrises in onder andere Zweden (1992), het Verenigd Koninkrijk (1992 en 2007), Ierland (2007) en Spanje (2007) lieten in aanloop naar de kredietcrisis een vergelijkbaar patroon zien: de balans van de traditionele banken legden zich in meerdere mate toe op vastgoed. Factoren in de kapitaalmarkt (lage rentes en deregulering) en een sterk stijgende vraag naar vastgoed waren voor de banken aanleiding om meer vastgoedfinancieringen uit te zetten. Deze onverantwoorde risico's zijn in de diverse crises gematerialiseerd. (DNB, 2016)

Hedendaags zit de economie weer in de lift. De Nederlandse vastgoedmarkt lijkt de financiële crisis definitief achter de rug te hebben gelaten. Het jaar 2017 was in Nederland uitzonderlijk positief met een record aan beleggingsvolume (EUR 19,313 mln.), een 15% stijging ten opzichte van 2016. (Cushman & Wakefield, 2018) Daarnaast toont onderzoek van KPMG (2017) aan dat Nederlandse banken een verhoging in de omvang vastgoedfinancieringsmarkt verwachten. Opvallend is dat hoewel traditionele banken aangeven bereid zijn meer vastgoedfinancieringen uit te zetten, tevens 50% van de ondervraagde banken aangeeft in 2018 een krimp in de vastgoedportefeuille te verwachten. Het gat tussen de groei van de totale vastgoedfinancieringsmarkt en de groei van de vastgoedportefeuilles van de traditionele banken zal naar verwachting worden opgevuld door alternatieve vastgoedfinanciers. (KPMG, 2017)

De praktijk leert dat er de laatste jaren meerdere alternatieve vastgoedfinanciers tot de markt zijn toegetreden. Hieronder vallen onder andere zogenoemde (internationale) investment banks, schuldfondsen, Duitse Pfandbrief banken, pensioenfondsen, private equity partijen en verzekeraars. De ‘search for yield’, lage rentestand en waardestijging van het vastgoed zouden voor deze partijen redenen kunnen zijn om de financieringsmarkt te betreden. In de Angelsaksische landen is de markt voor alternatieve vastgoedfinanciering al een aantal jaar aan het groeien waarbij de traditionele banken zich voornamelijk richten op het afbouwen van risicovolle vastgoedfinancieringen. Deze trend lijkt zich door de stijgende vraag naar vastgoedfinanciering en een terugtrekkende beweging van de traditionele banken ook in Nederland te nestelen. Dit onderzoek tracht de kansen voor alternatieve vastgoedfinanciers in de Nederlandse markt te achterhalen.

1.2 Probleemstelling

Over de relatie tussen financiering en vastgoed zijn reeds onderzoeken gepubliceerd. Financiering wordt in de van Dale omschreven als ‘gelden voor iets verschaffen’. In dit onderzoek zal met vastgoedfinanciering worden

bedoeld 'gelden die worden verschaft om de aankoop, verbouwing of transformatie van commercieel vastgoed te bekostigen'.

Onderzoek van KPMG (2017) toont aan dat de bedrijfstakken vastgoed, zijnde onroerende zaken en daarop betrekking hebbende zakelijke rechten, en bouwnijverheid de afgelopen twintig jaar jaarlijks gemiddeld 12% aan het Nederlandse bbp hebben bijgedragen. Dit aandeel zou nog hoger zijn wanneer de indirecte bijdrage gerelateerd aan vastgoed, onder andere administratieve diensten, onderhoud en financiering, hieraan toegevoegd worden. De rol van financiering valt hierin niet te onderschatten. Vastgoedfinanciering maakt het mogelijk om vastgoedprojecten, welke normaliter een lange doorlooptijd hebben, te laten starten zonder dat de gehele investering met eigen kapitaal moet worden bekostigd. Daarnaast is de aanwezigheid van financiering ook van invloed op de waardering van vastgoed. Financiering kan gezien worden als een 'smeermiddel' voor transacties, die de prijzen in de markt ondersteunen. (Davis & Zhu, 2011) Tegelijkertijd zorgt een betrouwbare waardering van vastgoed voor zekerheid ten aanzien van een stabiele financiering. De financiële crisis van 2007 heeft bewezen dat de relatie tussen financiering en de waardering van vastgoed duidelijk aanwezig is. De bancaire financiering liep, met name vanaf 2011, sterk terug. Anderzijds daalden de prijzen van commercieel onroerend vastgoed fors. Deze relatie tussen de 'waarde' van vastgoed en financiering laat zien dat vertrouwen en stabiliteit in het financiële systeem van belang zijn om betrouwbare en constante vastgoedwaarderingen te krijgen. (Davis & Zhu, 2011)

Anderzijds heeft de vastgoedmarkt zelf ook invloed op de mate van financieringsbereidheid van vastgoedfinanciers. Zo kent de vastgoedmarkt een aantal risico's die van invloed zijn op de wijze en efficiëntie van de financiering. Allereerst is er een algeheel gebrek aan transparantie in de markt: informatie is vaak incompleet en beperkt beschikbaar. Deze informatieasymmetrie tussen verschillende partijen kan inefficiënte prijsvorming in een transactie veroorzaken. (Fuss & Ruf, 2015). Ten tweede beschrijft Berkhout (2012) dat onzekerheid over de aanwezigheid en bereidwilligheid om te financieren kan leiden tot kuddegedrag en speculatie. Het zogenoemde hefboomeffect, het aanwenden van vreemd vermogen om het rendement op eigen vermogen te verhogen, kan worden aangetast wanneer twijfels over de beschikbaarheid van vreemd vermogen ontstaat. Ten derde is er doorgaans meer informatie beschikbaar over vastgoed op 'goede' locaties, wat over het algemeen meer beleggers aantrekt. Hierdoor zou er een prijsopdrijvend effect op kunnen treden die niet meer in verhouding staat tot de fundamentele waarde van het vastgoed.

Daarnaast blijkt uit onderzoek van Syntrus Achmea Real Estate Finance (2018) dat de huidige omstandigheden op de vastgoed beleggingsmarkt passen in een zogenaamde *boom-fase*: het ophalen van vastgoedfinanciering is versoepeld door gunstige marktomstandigheden. Een stijging in huren en vastgoedwaardes, sterk dalende yields, relatief weinig gedwongen verkopen en een grote beschikbaarheid aan kapitaal verhogen de marktwaardes en creëren daarmee een verbeterd financieringsklimaat.

Daarentegen heeft aangescherpte regelgeving, naar aanleiding van de financiële crisis, ertoe geleid dat de traditionele marktleiders op het gebied van vastgoedleningen conservatiever zijn geworden in het uitzetten van financieringen. Aanvullend op de stijgende vraag naar commercieel vastgoedfinancieringen, is er ogenschijnlijk ook een daling in het aanbod. Dit biedt kansen voor nieuwe partijen zoals pensioenfondsen, verzekeraars en buitenlandse banken om dit gat te vullen. (NVM Business, 2018)

De intrede van dit soort 'alternatieve financiers' zorgt voor samenwerkingsverbanden die voorheen niet bestonden. Zo hebben de Duitse verzekeraar Allianz en de traditionele Nederlandse bank ABN AMRO samen de

grootste belegging van 2017¹ á 300 miljoen aan vreemd vermogen gefinancierd. (Reuters, 2017) Het speelveld op de financieringsmarkt lijkt daarmee te verschuiven: het grote geld komt uit het buitenland en de rol van de traditionele bank beweegt meer naar partner/adviseur.

Op basis van bestaande literatuur is het belang en de relatie tussen financieringen en vastgoed aangetoond. Er is aantoonbaar samenhang tussen de financieringsbereidheid in de markt en de marktwaarde van commercieel vastgoed. De invloed van de financieringsmarkt, de huidige bloei in de vastgoedbeleggingsmarkt, de toenemende vraag naar financieringen en de terugtrekkende beweging van traditionele banken wekt de interesse van alternatieve financiers. Ondanks de onderzoeken naar de vastgoedfinancieringsmarkt ontbreekt het in de literatuur aan inzicht in de vraag hoe alternatieve vastgoedfinanciers beoordelen óf en onder welke voorwaarden ze de Nederlandse markt wensen te betreden.

In de aanleiding en probleemstelling reeds genoemde overwegingen resulteren in de volgende onderzoeksvraag, welke als volgt is geformuleerd.

Welke factoren beïnvloeden de bereidheid tot markttoetreding voor alternatieve vastgoed financiers?

Een verkennend onderzoek naar het veranderende speelveld op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is tweeledig. Enerzijds is het doel kennis en inzicht te verkrijgen in de achterliggende redenen voor alternatieve financiers om de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te betreden. Anderzijds is het doel om de aantrekkelijkheid van het Nederlandse vastgoedfinancieringsklimaat te doorgronden.

De dominantie van de traditionele banken op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt staat door wet- en regelgeving, een groeiende interesse in de financieringsmarkt, en de huidige staat van de vastgoedmarkt onder druk. Deze marktomstandigheden bieden mogelijk een kans voor alternatieve vastgoedfinanciers om toe te treden tot de markt. Dit onderzoek streeft ernaar inzichtelijk te maken in hoeverre alternatieve financiers de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt als aantrekkelijk beschouwen en daaropvolgend markttoetreding overwegen en/of continueren.

De aantrekkingskracht van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt zal in dit onderzoek worden getoetst aan de hand van wet- en regelgeving, de fase waarin de Nederlandse vastgoedcyclus zich bevindt, en eventuele barrières tot markttoetreding. Op basis van deze indicatoren, zowel in de literatuur als in de praktijk, zal geconcludeerd worden welke kansen tot markttoetreding de huidige vastgoedfinancieringsmarkt biedt voor alternatieve financiers.

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is in beweging. De vraag is of het gebrek aan transparantie, de eventuele samenwerkingsvormen, stringenter regelgeving, en de huidige fase in de vastgoedcyclus de samenstelling van de vastgoedfinancieringsmarkt structureel gaat veranderen. De toetreding van nieuwe marktpartijen kan de markt concurrerender maken en daarmee de werking van de gehele Nederlandse vastgoedmarkt beïnvloeden.

¹ Het Atrium op de Zuidas is medio 2017 voor ongeveer een half miljard euro verkocht aan consortium aan vastgoedbeleggers.

1.4 Onderzoeksvraag

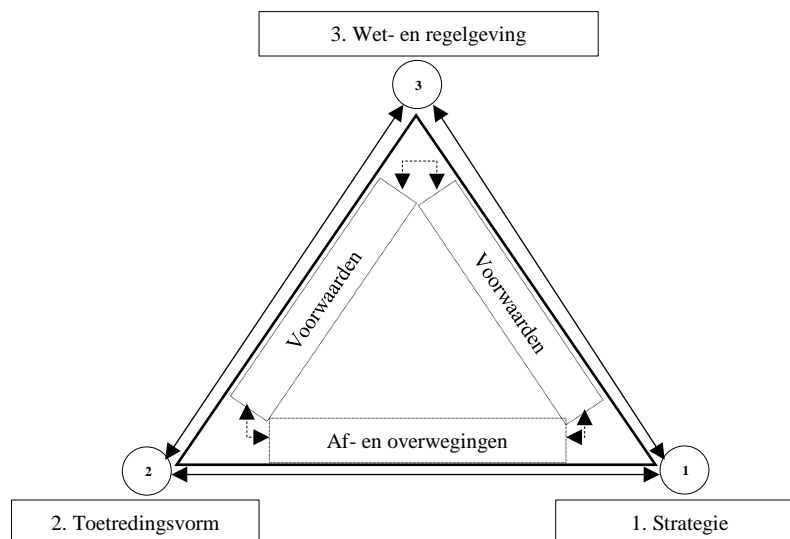
Welke factoren beïnvloeden de bereidheid tot markttoetreding voor alternatieve vastgoed financiers?

Deelvragen aan de hand van de gestelde onderzoeksvraag:

1. Welke strategische overwegingen beïnvloeden de keuze tot markttoetreding?
2. Wat zijn de toetredingsvormen die alternatieve vastgoedfinanciers toepassen?
3. Wat is de invloed van wet- en regelgeving op de bereidheid van alternatieve financiers om de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te betreden?

De opbouw van het onderzoek is opgedeeld in drie deelvragen die niet los van elkaar beoordeeld kunnen worden. De samenhang tussen de deelvragen is in onderstaand model (figuur 1) weergegeven.

1. Deelvraag 1 behandelt factoren die een (alternatieve) financier zouden kunnen beïnvloeden bij de keuze tot markttoetreding. Deze voorwaarden, o.a. het nut van financiering (hefboomeffect) en het kredietproces, zijn bij de keuze tot markttoetreding nauw verbonden aan wet- en regelgeving en de toetredingsvorm. De strategische overweging voor een alternatieve vastgoedfinancier om een markt te betreden wordt in dit onderzoek o.a. onderzocht aan de hand van de staat van de vastgoedcyclus, de mate van transparantie in de markt en de aanwezige concurrentie.
2. Deelvraag 2 betreft de toetredingsvormen die alternatieve vastgoedfinanciers zouden kunnen gebruiken om de markt te betreden. Op basis van de bevindingen uit deelvraag 1, in samenhang met de voorwaarden gesteld door wet- en regelgeving, worden mogelijke toetredingsvormen besproken.
3. Deelvraag 3 bespreekt de invloed van wet- en regelgeving op de kansen tot markttoetreding. De wet- en regelgeving geldt als institutioneel kader waarbinnen de strategie en toetredingsvorm dient te worden bepaald.



Figuur 1 Conceptueel onderzoek model gemaakt door auteur.

Het beoogde eindproduct is een modelmatige weergave van de factoren, weergegeven in figuur 1, die beslissend zijn voor alternatieve vastgoedfinanciers in de keuze om de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te betreden.

1.5 Onderzoeksmethodiek

Aan de hand van de TPA-structuur² van Gerritsen (2015) zal de theorie getoetst worden aan de praktijk. De theorie zal onderzocht worden aan de hand van literatuuronderzoek, marktonderzoek en praktijkonderzoek.³ De van toepassing zijnde theorieën worden aan de hand van expertinterviews en een onafhankelijke expert gespiegeld aan de praktijk. In de analysefase zullen de uitkomsten van eigen onderzoek middels een kritische bespreking worden gerelateerd aan het theoretische kader. De bevindingen leiden tot aanbevelingen waarna er wordt toegewerkt naar een conclusie.

De beantwoording van de hoofdvraag kan opgehangen worden aan drie elementen, zijnde de institutionele omgeving (wet- en regelgeving), de fase in de vastgoedcyclus (markt), en de strategische wijze van markttoetreding (strategie). Deze drie elementen zijn in een conceptueel model (zie figuur 1) weergegeven.

Literatuuronderzoek

Het literatuuronderzoek zal de deelvragen vanuit een wetenschappelijke invalshoek bespreken. Hierbij zal de nadruk liggen op volgende onderwerpen:

- De invloed van wet- en regelgeving op economische cycli.
- De werking van de vastgoedcyclus.
- De strategische overwegingen van markttoetreding.

Marktonderzoek

Binnen het marktonderzoek zal er op basis van recente onderzoeken en cijfers getracht worden de staat van Nederlandse vastgoedmarkt te duiden. Daarnaast zal de omvang en diversiteit op de vastgoedfinancieringsmarkt in beeld gebracht worden. Naast de cijfermatige kant wordt de Nederlandse vastgoedmarkt ook aan de hand van wet- en regelgeving geanalyseerd. Om de deelvragen te behandelen zal er gebruik gemaakt worden van wetenschappelijke publicaties, artikelen uit vakliteratuur en marktrapportages.

Praktijkonderzoek

Het praktijkonderzoek zal zich richten op de verbinding tussen theorie en praktijk. In het praktijkonderzoek wordt onderzocht aan de hand van welke variabelen marktpartijen de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt analyseren. Hierin worden de ervaringen van verschillende type alternatieve- en traditionele vastgoedfinanciers middels interviews verzameld. De resultaten zullen worden getoetst door een onafhankelijke expert.

1.6 Literatuuronderzoek

Het literatuuronderzoek vormt de basis van het onderzoek. Om de deelvragen elk afzonderlijk te behandelen zal er gebruik gemaakt worden van wetenschappelijke publicaties, artikelen uit vakliteratuur en marktrapportages. Het onderzoek zal aanvangen met het formuleren van een theoretisch kader waarin alle van belang zijnde karakteristieken en ontwikkelingen in de vastgoedfinancieringsmarkt worden beschreven. Vervolgens wordt er aan de hand van onder andere Michael Porter (2008), Igor Ansoff (1957), en Wheaton en DiPasquale (1996) ingegaan op de institutionele en strategische factoren die eventuele markttoetreding zouden kunnen beïnvloeden.

² Onderzoek model 'TPA' (theorie-praktijk-analyse) van Susanne Hoek-Gerritsen (2015).

³ Zie appendix 1 voor een schematisch overzicht van het onderzoek model.

Aansluitend wordt de wijze van toetreding tot de vastgoedfinancieringsmarkt onderzocht.⁴ Aangezien de traditionele banken nog immer het grootste marktaandeel in commercieel vastgoedfinancieringen hebben, is het van belang de impact van de belangrijkste bankreguleringen (Basel III, IV, Solvency II) te bespreken.

1.7 Afbakening en generaliseerbaarheid

Dit onderzoek zal betrekking hebben op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Er wordt geen onderscheid gemaakt in nationale of internationale kredietgevers. In het onderzoek staan de financieringen betreffende 'commercieel vastgoed' centraal. Hieronder valt zowel het eigengebruiksvastgoed als het beleggingsvastgoed.

Een organisatie is actief op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt wanneer er een of meerdere financieringen zijn afgesloten waarbij het onderpand (inclusief hypotheekrecht) een vastgoedobject betreft dat gelegen is op Nederlands grondgebied.

Er geldt geen algemeen aanvaarde definitie voor het fenomeen 'alternatieve vastgoedfinancier'. In dit onderzoek zal er met het begrip alternatieve vastgoedfinancier worden bedoeld een '*niet-traditionele financier*'. De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt wordt traditioneel gezien gedomineerd door de Nederlandse grootbanken. Overige partijen die vastgoedfinanciering aanbieden worden in dit onderzoek als alternatieve financiers gezien. Alternatieve financiers kunnen zowel Nederlandse als buitenlandse ondernemingen zijn. Een alternatieve financier wordt in dit onderzoek als zodanig gekenmerkt indien deze de intentie hebben en tonen tot de markt toe te treden. Het betreft hier voornamelijk buitenlandse banken, verzekeraars, pensioenfondsen, schuldfondsen en private-equity partijen.

Aan de hand van het model '*The Five Competitive Forces That Shape Strategy*' van Michael Porter worden de strategische besliscriteria van alternatieve vastgoedfinanciers geanalyseerd worden. Porter (2008) stelt dat de strategie van een bedrijf constant aangepast dient te worden op basis van vijf factoren. Deze factoren zijn alle gerelateerd aan bestaande en eventuele opkomende competitie binnen een markt. Door de alternatieve vastgoedfinanciers deze vijf factoren voor te leggen zal er geanalyseerd worden welke factor(en) de keuze het meest beïnvloed(en). Hieruit kan ontleend worden wat de meest kritieke reden(en) is (zijn) om de Nederlandse markt te betreden. Tevens zal dit aantonen of er onderlinge verschillen er tussen de alternatieve financiers gelden.

Zowel de Nederlandse overheid als het Europese gezag hebben regulerende maatregelen getroffen naar aanleiding van de kredietcrisis van 2008. Een aantal voorbeelden zijn de invoering Basel III en IV, het overhevelen van toezichtstaken aan de ECB, strengere kapitaaleisen voor banken (Solvency II) en de invoering van het 'bail-in' instrument. Middels literatuuronderzoek, expertinterviews, en de onafhankelijke expert zal er onderzocht worden of deze regulerende maatregelen beperkend, stimulerend, of geen invloed hebben op de bereidheid tot toetreding van alternatieve financiers.

⁴ Global Market Entry Strategies: Licensing, Investment (FDI), Strategic Alliances.

2. Theoretisch kader: Alternatieve vastgoedfinanciering

Alvorens een onderneming het besluit neemt een markt te betreden, is het aannemelijk dat deze markt eerst geanalyseerd wordt. Om de aantrekkelijkheid van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te bepalen dient deze dan ook te worden onderzocht. In dit hoofdstuk zal er nader worden ingegaan op de factoren die de strategische overwegingen tot markttoetreding beïnvloeden. Strategische overwegingen zijn enerzijds de omstandigheden op de te betreden markt, de zogenaamde ‘gegeven omgeving’. Anderzijds, kunnen deze gegeven omstandigheden de interne doelen en het te voeren beleid van een onderneming doen veranderen. Om te bepalen in hoeverre deze wisselwerking aanwezig is op de Nederlandsche vastgoedfinancieringsmarkt worden de meest relevant geachte strategische overwegingen onderzocht.

2.1 Vastgoedfinanciering

De keuze tot markttoetreding op een vastgoedfinancieringsmarkt zal pas aan de orde zijn op het moment dat er vraag naar vastgoedfinanciering op een markt aanwezig is. Deze paragraaf gaat dieper in op het nut en de werking van vastgoedfinanciering.

De literatuur betreffende financiering bij het beleggen in onroerend goed gaat terug naar de jaren vijftig van de twintigste eeuw met onderzoek van Franco Modigliani en Merton Miller (1958). In eerste instantie beweerden deze onderzoekers dat bij afwezigheid van belastingverplichtingen en renteversillen tussen eigen en vreemd vermogen, het aanwenden van vreemd vermogen ten aanzien van de waardebeoordeling van een investering, volledig irrelevant is. Verder onderzoek toonde aan dat door, met name, de belastingvoordelen af te wegen tegen de kans op- en kosten van faillissement er een optimale vermogensstructuur te berekenen valt. Hieruit volgde het zogenoemde hefboomeffect, door het toepassen van een hefboom is een hoger rendement op eigen vermogen te realiseren dan het rendement op het totale project. (Vlek, 2016)

De berekening van het hefboomeffect, en daarmee het eventuele nut van financiering, is in onderstaande vergelijking weergegeven (Gool, van Jager, Theebe, & Weisz, 2013):

$$r_{ev} = r_p + (r_p - r_{vv}) \frac{LTV^5}{(1 - LTV)}$$

Figuur 2 Functie hefboomeffect

Door investeringen met vreemd vermogen te financieren kan men, zoals reeds benoemd, een hoger rendement op het eigen vermogen (r_{ev}) behalen dan het rendement op het totale project (r_p).⁶

Het hefboomeffect is daarmee de basis en katalysator van de vastgoedfinancieringsmarkt. Bernanke, Gertler en Gilchrist (1996) stellen dat het aanwenden van externe gelden om meerdere redenen zijn vruchten afwerpt. De keuze tussen eigen- en vreemd vermogen is direct afhankelijk van de uitkomsten van het hefboomeffect omdat de financiële hefboomwerking de invloed van de vermogensstructuur (verhouding eigen/vreemd vermogen) op de rentabiliteit van het eigen vermogen bepaalt. Wanneer de kredietnemer de kosten voor vreemd vermogen relatief laag kan houden, kan dit het rendement op het eigen vermogen verhogen.

⁵ LTV staat voor Loan-to-Value, het percentage van de investering dat met vreemd vermogen wordt gefinancierd.

⁶ In appendix 2 illustreert een getallenvoorbeeld dit fenomeen.

Naast het hefboomeffect zijn er nog een aantal motieven voor het aanwenden van vreemd vermogen binnen de kapitaalstructuur. Gezien het kapitaalintensieve karakter van de vastgoedsector, waarbij het inzetten van eigen vermogen vaak onvoldoende blijkt om de gewenste investering te bekostigen, is bij vrijwel elke transactie vreemd vermogen gemoeid. Hieronder een aantal redenen waarom vreemd vermogen toegevoegde waarde kan hebben.

Investeren - De meest voor de hand liggende reden voor het aanwenden van vreemd vermogen is wanneer een investeerder onvoldoende eigen middelen heeft om de gewenste investering te doen. Vreemd vermogen verschaft de investeerder de mogelijkheid om de transactie te doen.

Afdekken van een waardedaling - Anson en Hudson-Wilson (2003) stellen dat vastgoed financieren met vreemd vermogen gezien kan worden als het verkopen van een gedeelte van het onderpand. Wanneer de belegging, het vastgoed, in waarde zal stijgen zal de investeerder dit opeisen. Op het moment dat er een waardedaling plaatsvindt tot onder het uitstaande financieringsbedrag zal het risico voor conto van de financier zijn. Het verleggen van een stuk risico naar de financier maakt dat de investeerder slechts beperkt risico loopt.

Diversifiëren - De omvang van de eenheidsprijs van een vastgoedinvestering maakt dat beleggers zonder gebruik van vreemd vermogen, in de meeste gevallen, slechts een beperkt aantal investeringen kunnen doen. Het aanwenden van vreemd vermogen geeft investeerders kapitaalslagkracht om meerdere investeringen te doen zonder dat er direct meer eigen vermogen aangewend dient te worden. (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2013) De extra kapitaalslagkracht kan aangewend worden om de portefeuille te diversifiëren en daarmee het risicoprofiel te verlagen. (Brueggeman & Fisher, 2010) Tevens stellen Anson en Hudson-Wilson (2003) dat een grotere omvang van een vastgoedportefeuille schaalvoordelen op kan leveren betreffende administratieve en beheerstechnische kosten.

Belastingvoordelen - Een bijkomend voordeel voor belastingplichtige ondernemingen is het feit dat de gemaakte rentekosten afgetrokken kunnen worden van de (belastbare) winst. Dit voordeel kan enkel behaald worden wanneer een onderneming voldoende winstgevend is. (McDonald, 1999)

Vastgoedfinanciering kan, indien op een juiste manier besteed, de winstgevendheid van een vastgoedproject of onderneming verhogen. Vreemd vermogen heeft daarnaast meerdere bijkomende voordelen waardoor het gunstig kan zijn deze aan te wenden. Op het moment dat er een markt voor vastgoedfinancieringen is, is het tevens van belang de bestaande marktpartijen te analyseren. In de volgende paragraaf worden de verschillende type vastgoedfinanciers uitgelicht.

2.2 Vastgoedfinancier

De concurrentie in een markt kan een strategische barrière óf stimulans tot markttoetreding vormen voor alternatieve financiers. De volgende paragrafen gaan nader in op de verscheidene typen vastgoedfinanciers.

Een vastgoed financier is een partij die gelden verschaft aan derde(n) welke worden aangewend ten behoeve van de investering in (in)directe beleggingen in commercieel onroerende zaken.⁷ De kredietnemer, schuldenaar, zal zekerheden verstrekken aan de kredietgever, schuldeiser, om het risico op de verschaftte gelden voor de kredietgever te verminderen. Afhankelijk van een aantal factoren zal de kredietgever bepalen welke zekerheden

⁷ Onroerende zaken zijn de grond, de nog niet gewonnen delfstoffen, de met de grond verenigde beplantingen, alsmede de gebouwen en werken die duurzaam met de grond zijn verenigd, hetzij rechtstreeks, hetzij door vereniging met andere gebouwen of werken.

zij eist. Eén van de factoren is het onderscheid tussen het risicodragende en niet-risicodragende vermogen. Hierin geldt dat het risicodragende vermogen de gelden betreft die de kredietnemer op eigen risico en uit eigen middelen in het vastgoed investeert. De kredietnemer loopt het volledige continuïteitrisico en verwacht hier dan ook een vergoeding voor, zijnde het rendement op eigen vermogen. Het niet-risicodragende vermogen wordt verschaft door een derde partij en is daarmee het 'vreemde vermogen'. De financier leent geld aan een debiteur en deelt niet mee in de winst en/of de eventuele waardeinstijging van het vastgoed. De financier zijn opbrengst is een rentevergoeding over het verstrekte vreemde vermogen. In de regel is het zo dat hoe hoger een financier het risico van de financiering inschat, des te meer rente en zekerheden deze zal eisen. Deze zekerheden worden in onderling overleg vastgesteld op initiatief van de financier. (Berkhout & Zwart, 2017)

Traditionele Bank

Van oudsher wordt de (commercieel) vastgoedfinancieringsmarkt gedomineerd door (lokale) banken. (Huibers, 2012) De omvang van de vastgoedbalans van Nederlandse banken wordt voor een groot deel (ca. 75%) in beslag genomen door woningfinancieringen, ook wel particuliere hypotheek. PropertyNL (2018) schat dat de totale omvang de commercieel vastgoedportefeuille aan Nederlands vastgoed van de drie Nederlandse grootbanken in 2017 ca. EUR 46 mrd. bedroeg. Rabo Real Estate is na de integratie met een deel van FGH-bank de grootste financier op de Nederlandse markt, met een portefeuille van EUR 22,9 mrd. ING Real Estate Finance is de grootste financier, maar heeft ook een internationale portefeuille. Op de Nederlandse markt heeft ING REF een totaal aan EUR 14,2 mrd uitstaan. ABN Amro Real Estate (met een portefeuille van EUR 9,2 mrd) is bezig aan een inhaalslag. ABN Amro RE breidde in 2017 uit met een record aan lening productie: EUR 3,5 mrd. ING REF meldde een lening productie van EUR 5,5 mrd, waarvan de helft herfinancieringen betrof. (PropertyNL, 2018)

Verzekeraars

Verzekeringsmaatschappijen zijn over het algemeen vermogende instellingen die grote hoeveelheden geld voor de lange termijn dienen te alloceren. De uitgangspositie hierbij is dat een laag risicoprofiel preferent is aan het behalen van een hoog rendement. (Gründl, Dong, & Gal, 2016) Verzekeraars voelen zich, door deze risico-rendement verhouding, aangetrokken tot kapitaalmarkten. Echter, indien de omstandigheden op deze markten dusdanig veranderen dat de risico-rendement verhouding niet meer toereikend is zal er gekeken worden naar alternatieven. De structureel lage rente resulteert in onvoldoende rendement op obligaties⁸ waardoor verzekeraars op zoek zijn naar alternatieve methoden om gelden te alloceren. De relatief voorspelbare rendementen, de zekerheid van het onderliggende eigendom en de duidelijke juridische convenanten maken commerciële vastgoedfinancieringen een interessant alternatief. (Gründl, Dong, & Gal, 2016) Het is momenteel onbekend hoeveel uitstaande vastgoedfinancieringen door verzekeraars zijn uitgezet.

Pensioenfondsen

Ook pensioenfondsen tonen meer dan gemiddelde interesse in de vastgoedfinancieringsmarkt. Evenals verzekeraars zijn pensioenfondsen op zoek naar acceptabele rendementen tegen acceptabele risico's. (Gründl, Dong, & Gal, 2016) De meest voorname redenen voor pensioenfondsen om zich toe te leggen op vastgoedfinancieringen zijn de structureel lage rendementen op obligaties. Grote belemmeringen om eerder in de

⁸ Obligaties vertegenwoordigen een bewijs van lening aan een staat of onderneming

vastgoedfinancieringsmarkt te stappen waren (i) potentiële ‘imagoproblemen’, (ii) gebrek aan kennis en kunde binnen de organisatie, en (iii) boekhoudkundige regels die actuele waardering eisen, hierin vormen de waarde schommelingen van vastgoed op de langere termijn een te groot risico. (Kerste, Poort, Risseeuw, & Rosenboom, 2011) Syntrus Achmea REF was in 2017 het pensioenfonds met de grootste vastgoedportefeuille, EUR 1,4 mrd.

Pandbrief Bank

Een pandbrief bank is een bancaire instelling die zich fund met pandbrieven. Een *pandbrief* is een door een hypotheekportefeuille gedekte obligatie. De pandbriefhouder heeft daarmee een preferente positie ten opzichte van andere kredietverschaffers. Voornamelijk in Duitsland is de ‘Pandbrief-financieringsmarkt’ relatief groot. Dit komt mede doordat Duitse wetgeving strikte criteria voor de onder te zetten vorderingen (voornamelijk maximering van de Loan-to-Values) hanteert wat het risicoprofiel laag en overzichtelijk maakt. Een ander verschil met de reguliere markt voor securisaties is dat de vorderingen op de balans van de bank blijven staan en dus niet worden ondergebracht in een aparte entiteit, een zogenoemde ‘*special purpose vehicle*’ (SPV). Het kredietrisico en de verantwoordelijkheid liggen hiermee volledig bij de bank. Dit verantwoordelijkheidsbesef kan nalatigheid of mismanagement voorkomen. Deze zaken zijn de aanleiding waardoor deze groep financiers ook tijdens de kredietcrisis konden financieren. (Feringa, 2015) De twee grootste Pandbrief banken actief in de Nederlandse markt zijn Berlin Hyp en Deutsche Hypo. Deze partijen hadden in 2017 beide een vergelijkbaar uitstaand lening volume van ca. EUR 1,8 mrd. (PropertyNL, 2018)

Investment Bank

Buitenlandse investeringsbanken zijn zich de laatste jaren meer en meer gaan richten op het uitgeven van commercieel vastgoedleningen. (Goldman Sachs, 2018; Morgan Stanley, 2018) In 2017 is het balanstotaal aan uitstaande commercieel vastgoedleningen voor gerenommeerde investeringsbanken als Goldman Sachs (67,8%), Morgan Stanley (29,6%), Deutsche Bank (6,8%), Bank of America Merrill Lynch (1,7%) en Credit Suisse (2,2%) sterk toegenomen.⁹

Schuldfonds (“Debt Funds”)

Een *debt fund*, ook wel schuldfonds, is een investeringsvehikel (fonds) van waaruit voornamelijk geïnvesteerd wordt in vastrentende beleggingen. Schuldfonds die opgezet worden om vastgoedleningen te verstrekken hebben over het algemeen een vooraf vastgestelde minimum rendementseis. Het voornaamste verschil tussen het investeren in schuld en het investeren in vermogen is dat het vastgoed als zekerheid dient voor de uitgegeven financiering. Gezien de relatief hoge rendementseis van schuldfonds worden er in de regel financieringen verleend aan risicovollere casussen vergeleken met bijvoorbeeld de verzekeraars, pensioenfondsen, en traditionele banken.

Elk type vastgoedfinancier heeft zijn eigen risico-rendement verhouding en richt zich daarmee op een bepaald segment van de vastgoedmarkt. Gezien het in-transparante karakter van de markt is het onduidelijk hoeveel partijen momenteel op de markt actief zijn en wat de verdeling in marktaandeel is. Desalniettemin, is de Nederlandse markt volwassen waarin alle voornoemde type vastgoedfinanciers momenteel actief zijn. In de volgende paragraaf zal nader ingegaan worden op het kredietproces dat kredietnemer en kredietgever doorlopen.

⁹ Bron: jaarverslagen van de desbetreffende banken

Onder andere de flexibiliteit en transparantie gedurende deze processen kunnen van invloed zijn op de wijze en bereidwilligheid tot markttoetreding.

2.3 Kredietproces

De mate waarin het kredietproces 'soepel' verloopt zou een strategische overweging tot markttoetreding kunnen zijn. Op het moment dat het kredietproces overzichtelijk en transparant verloopt kunnen er vanuit de financierer onnodige kosten gespaard worden waarmee de winstgevendheid zal stijgen. Ook zou dit kunnen leiden tot een sterkere concurrentiepositie van de financierer. De volgende paragrafen bespreken de verschillende fasen in het kredietproces.

Voor zowel de geldgever als geldnemer is het verstrekken of aanvragen van financiering een proces met meerdere stappen. Van Gool (2013) beschrijft dat de kredietgever in zijn proces zes fases ondergaat in het financieringsproces. Deze staan in figuur 3 weergegeven.



Figuur 3 Financieringsproces vanuit oogpunt geldgever

Voor de kredietgever is het van belang het risico in te schatten dat de kredietnemer niet aan de gestelde verplichtingen (periodieke rente- en aflossing) kan voldoen. Anderzijds is ook de waarde(ontwikkeling) van het onderpand van belang. De kredietgever zal wensen dat de waarde van het onderpand per parate executie hoger ligt dan de op dat moment uitstaande hoofdsom. Van Gool (2013) stelt dat financiers de criteria voor het al dan niet verstrekken van financiering als volgt kunnen opsommen:

- Kwaliteit van kredietnemer;
- Kwaliteit onderpand;
- Waardeontwikkeling onderpand;
- Macro-economische marktomstandigheden;
- Marktomstandigheden onroerend goed markt;
- Kredietwaardigheid van de huurder(s);
- Structuur van de financiering.

Ook Berkhout en Zwart (2017) betogen dat de kredietgever een 'vaste meetlat' aan criteria hanteert waaraan de kredietnemer dient te voldoen wil die in aanmerking komen voor financiering.

- Kwaliteit van de kredietnemer (o.a. track-record, moraliteit en ervaring);
- Financiële structuur van de transactie;
- Verwachte waardeontwikkeling onderpand;
- Alternatieve aanwendbaarheid van het onderpand;
- Kredietwaardigheid kredietnemer;
- Overige zekerheden naast hypothecaire inschrijving onderpand.

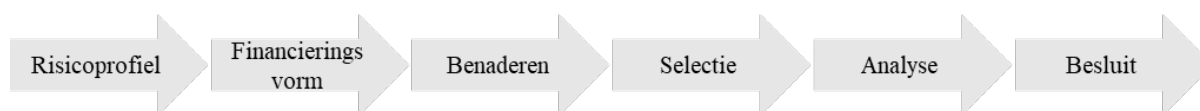
Opvallend aan de gehanteerde criteria van kredietgevers is dat er zowel 'harde' als 'zachte' factoren worden gehanteerd. Zo zijn er een aantal harde criteria als de waarde van het onderpand, zekerheden in de vorm van

garanties en kredietwaardigheid van de kredietnemer. Echter, Berkhout en Zwart (2017) stellen ook dat kredietgevers subjectieve, ‘zachte’, factoren als marktomstandigheden op de vastgoedmarkt mee laten wegen.

Deze factoren vallen onder de noemer transactiekosten. Het inschatten en kwantificeren van de zachte criteria zijn arbeidsintensief en daarmee inefficiënt. De kredietgever staat vrij om te bepalen hoe deze factoren te interpreteren. De informele en formele instituties binnen de organisatie van de kredietgever bepalen de weging van de zachtere factoren.

De transactiekosten worden doorberekend aan de kredietnemer en representeren daarmee het risicoprofiel. Doordat de weging van de zachte factoren per financier verschilt ontstaat er een prijsverschil tussen kredietgevers. Op het moment dat de transactiekosten te hoog worden, bijvoorbeeld door matige kwaliteit van de geldnemer, zal de kredietnemer hoogstwaarschijnlijk op zoek gaan naar een kredietgever die dit risico lager in zal inschatten.

Van Gool (2013) stelt dat ook de kredietnemer een zestal stappen doorloopt voordat het besluit een financiering aan te gaan.



Figuur 4 Kredietproces vanuit oogpunt kredietnemer

De kredietnemers en het onderliggende vastgoed passen vaak bij een bepaald type financier. Door het proces, beschreven in figuur 4, te doorlopen kan kredietnemer secuur achterhalen welk type financier bereid is, tegen voor kredietnemer gunstige voorwaarden, de financiering te verstrekken. Van Gool (2013) stelt dat er ook een zevental krediet technische onderdelen zijn waar kredietgevers zich kunnen onderscheiden:

- Hoofdsom;
- Looptijd;
- Rente;
- Aflossing (evt. kosten vervroegd aflossen);
- Betaaltermijn;
- Convenanten;
- Valuta.

Op elk van de bovenstaande punten kan een kredietgever zich onderscheiden, mits de kredietnemer voldoet aan de eerder benoemde eisen die de kredietgever stelt. Op deze manier ontstaat er vraag en aanbod op de financieringsmarkt. Doordat vraag en aanbod aan verandering onderhevig zijn ontstaan er kansen voor alternatieve kredietgevers.

De mate waarin vastgoedfinanciering aanwezig is in een markt, de verscheidenheid aan type vastgoedfinanciers en de soepelheid waarmee het kredietproces verloopt zijn strategische overwegingen tot markttoetreding. Deze factoren zijn vergelijkbaar doordat ze allen in wezen nog geen directe binding hebben met het vastgoed zelf. De kwaliteit van het onderpand is voor een vastgoedfinanciering van aanzienlijk belang. De keuze om een markt te betreden is mede-afhankelijk van de staat waarin de vastgoedmarkt zich bevindt. In de volgende paragrafen zal aan de hand van de Property Cycle theorie en het vier-kwadranten model de werking van de vastgoedcyclus worden uiteengelegd.

2.4 Vastgoedcyclus

Hoewel resultaten uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst, is de geschiedenis van de vastgoedcyclus desondanks het bestuderen waard. Een stabiele nationale vastgoedsector waarin een cyclisch, en dus relatief voorspelbaar, patroon de maatstaf is kan een stimulans zijn tot markttoetreding. In de volgende paragrafen wordt de opkomst en de rol van vastgoedfinanciering in de vastgoedcyclus omschreven.

Het internationale vastgoedinstituut RICS (2015) stelt dat een Property Cycle, ook wel vastgoedcyclus, omschreven kan worden als een 'logische opeenvolging van terugkerende gebeurtenissen die worden weerspiegeld in factoren op de vastgoedmarkt als, prijsschommelingen, vraag en aanbod, leegstand, en huurprijs ontwikkeling'. Gezien de omvang en breedvoerigheid van deze definiëring is het van belang om te kijken naar de ontwikkeling van de theorie. Door in te zoomen op de specifieke karakteristieken van de theorie kan er bepaald worden of de economische conjuncturele bewegingen aansluiten op die van de krediet cycli.

In 1965 publiceert Lewis (1965) een onderzoek dat de vastgoedcyclus in de periode 1700 – 1950 vanuit bouwtechnisch oogpunt analyseert. Lewis (1965) stelt dat een bouw cyclus gemiddeld 18 tot 20 jaar duurt, waarbij niet de bouwkosten maar de groeiende (stads)populatie de meeste invloed op de bouwgroei heeft. In het onderzoek van Lewis (1965) heeft de beschikbaarheid van financiering, ook wel krediet, en de bijhorende voorwaarden een belangrijke rol. De bouwsector laat een exponentiele groei zien op het moment dat de kredietvoorwaarden, lage rente, voordelig zijn. Daarentegen zijn factoren die de rente doen stijgen de leidende oorzaak voor een sterk teruglopend bouwvolume.

Manuel Gottlieb (1976) doet in navolging op de bevindingen van Lewis (1965) dataonderzoek naar variabelen die van invloed zouden kunnen zijn op vastgoedcycli. Gottlieb (1976) komt tot de conclusie dat voornamelijk de beschikbaarheid van vreemd vermogen van invloed is op (speculatieve) grond ontwikkelingen. Daarnaast beweert Gottlieb (1976) dat executie (gedwongen) verkopen sterk correleren met vastgoedprijzen. De achterliggende gedachte is dat het speculatieve karakter van bouwfinancieringen een halt wordt toegeroepen op het moment dat het vertrouwen in de zekerheden, de onderliggende waarde, wegvalt. De gedwongen verkopen verminderen het vertrouwen in de zekerheidstellingen en daarmee de bereidheid tot verstrekken van financiering.

Volgens onderzoek van Wheaton en DiPasquale (1996) zijn er op de Amerikaanse kantorenmarkt indicatoren aanwezig die duiden op een cyclisch karakter op de nationale kantorenmarkt. Aan de hand van onder andere vraag en aanbod, huurprijzen en leegstand is er in de periode 1960 – 1986 onderzoek gedaan naar de kantorencyclus in de tien meest invloedrijke Amerikaanse steden. Dit onderzoek vormde mede de basis voor het vier-kwadranten model van Wheaton en DiPasquale (1996), waarin er een evenwicht wordt gezocht tussen huurniveau, (verkoop)prijs van kantoorruimte en aanbod. Binnen de vier kwadranten, (i) huurprijs; (ii) marktprijs; (iii) nieuwbouw; (iv) aanbod, zijn er nog drie sub markten te onderscheiden: (i) vraag van de gebruikers; (ii) investeerders; (iii) ontwikkelaars/bouwers. De rol van financiering wordt door Wheaton en DiPasquale nog redelijk onderbelicht gelaten, ware het niet dat er verondersteld wordt dat aanbod toeneemt wanneer marktprijzen hoger liggen dan stichtingskosten (mede veroorzaakt door beschikbaarheid krediet).

In 1999 wordt er door Wheaton in relatie tot de vastgoedcyclus een groter podium aan financiering geschonken. Evenals Gottlieb (1976) stelt Wheaton (1999) dat met vreemd vermogen gefinancierde ontwikkelingen over het algemeen risicovoller zijn. Het gedrag van de investeerder wordt volgens Wheaton (1999) onbedachtzamer op het

moment dat de financier mede risico loopt. Wanneer er te veel risico genomen wordt, en de zekerheidsstelling moet worden uitgewonnen, kan er een vliegwieleffect optreden in de vastgoedcyclus. Het vliegwieleffect, ook wel *financial accelerator effect*, beschrijft een vicieuze cirkel waarbij stijgende marktprijzen het ophalen van financiering in volgende projecten eenvoudiger maakt. (Wheaton, 1999) Aangezien de waarderingen en prijzen een cyclisch karakter hebben, en als handvat voor de financiering gelden, is ook financiering cyclisch: kredietverlening wordt gestuwd door stijgende prijzen, en kredietverlening stuwt de prijzen. Dit feedback loop effect tussen kredietverstrekking en waarderingen werkt zowel in positieve en negatieve zin. (Berkhout T. , 2016)

Eind jaren negentig stellen Herring en Wachter (1999) dat het rendement op kapitaal de meest voornamelijk reden voor de bancaire sector is om vastgoedfinancieringen aan te gaan. De allocatie van krediet op de vastgoedmarkt zal in een opgaande economische markt aantrekkelijker zijn door de toenemende waardering van vastgoed, en daarmee een sterker onderpand. Ook stellen Herring en Wachter (1999) dat het consumentenvertrouwen van invloed is op de bereidwilligheid van banken om vastgoedfinancieringen uit te zetten. In een neerwaartse markt daalt het consumentenvertrouwen en alsmede de gretigheid van banken in vastgoedfinancieringen. Ook nemen Herring en Wachter (1999) aan dat in een economische terugval de toezichthouders reguleringen dusdanig aanscherpen dat het minder aantrekkelijk wordt om vastgoedfinancieringen te alloceren.

Herling en Wachter (1999) betwisten tevens de aanname dat er enkel risico's verbonden zijn aan het financieren van vastgoed in een neergaande markt. De onderzoekers beweren dat er ook risico's aanwezig zijn in een opgaande markt. Financiers kunnen in een stijgende markt geconfronteerd worden met het: (i) miskennen van mogelijke crises; (ii) gebrek aan grondige analyse business-case; (iii) perverse incentives. De blindheid voor grote risico's, mogelijke crises, wordt ook wel 'disaster myopia' genoemd. 'Disaster myopia' wordt door Guttentag en Herring (1986) omschreven als 'de systematische neiging om de impact van een economische schokeffect te onderschatten'. Zowel financiële instituties als toezichthouders hebben moeite om de omvang van een eventuele schok in te schatten, en hebben daarmee de neiging deze volledig te negeren. Instanties die zich proberen in te dekken tegen een eventuele schok doen dit doorgaans middels een opslag op de prijs, waarmee de concurrentiepositie verslechterd. De toenemende concurrentie in een opgaande markt kan er tevens voor zorgen dat financiers minder tijd nemen om de business case te analyseren. Daarnaast komen perverse prikkels in een opgaande markt tot uiting in het streven hoge rendementen te behalen waardoor risico's genegeerd kunnen worden.

Vastgoedfinanciering heeft zich door de jaren heen ontwikkeld tot een belangrijk onderdeel van de vastgoedcyclus. De beschikbaarheid aan financiering kan middels het financial accelerator effect zowel een versterkt positief als negatief effect genereren. Daarnaast is de staat van de vastgoedcyclus weer van invloed op de bereidheid van financiers om de markt te betreden. De werking van de vastgoedcyclus wordt in de volgende paragrafen aan de hand van het vier-kwadranten model en het "Real Estate Market Value Cycle" model omschreven.

2.5 Vier-kwadranten model

De vastgoedmarkt bestaat uit verschillende deelmarkten die elk een eigen cyclus hebben. Het inschatten en analyseren van de cyclus kan zeer bepalend voor de keuze om een markt te betreden. De volgende paragrafen beschrijven de vastgoedcyclus aan de hand van twee inzichten.

Volgens de visie van Wheaton en DiPasquale (1996) vormen drie markten de basis voor de vastgoedmarkt. De drie markten die bedoeld worden zijn de verhuurmarkt, beleggersmarkt, en de ontwikkelaarsmarkt. De deelmarkten zijn integraal verbonden en beïnvloeden de gehele vastgoedmarkt. De modelmatige benadering van Wheaton en DiPasquale gaat ervan uit dat de markt streeft naar een evenwichtssituatie tussen vraag en aanbod. De praktijk leert dat er meestal geen sprake is van een evenwichtssituatie.

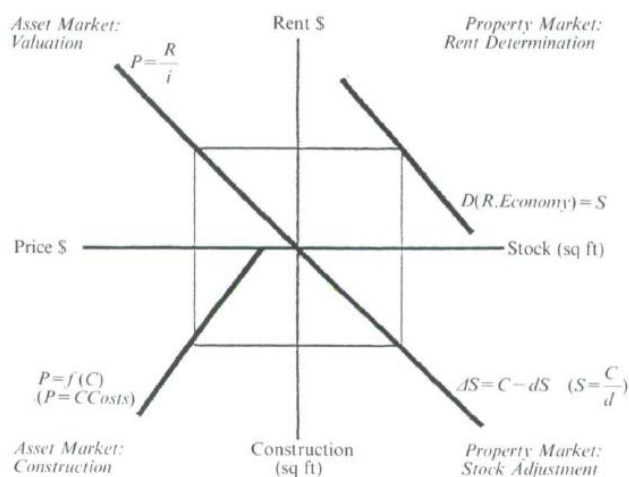
Het model (weergegeven in figuur 5) gaat uit van de volgende drie deelmarkten:

- De verhuurmarkt (property market)
- De beleggersmarkt (asset market: valuation)
- De nieuwbouwmarkt (asset market: construction)

Het verband tussen de deelmarkten is sterk. Wheaton en DiPasquale (1996) stellen dat de ontwikkelingen op de verhuurmarkt, welke bepalend zijn voor de hoogte van de huurprijs, sturend zijn voor de overige deelmarkten. Een gebrek aan kantoorruimte op de verhuurmarkt zal bij een stijgende vraag resulteren in een hogere huurprijs. Daarentegen, een overschot aan kantoorruimte zal bij een gelijkblijvende of dalende vraag naar vastgoed een lagere huurprijs veroorzaken. Hierbij dient te worden opgemerkt dat Wheaton en DiPasquale bij het verschil in vraag en aanbod rekening houden met eventuele frictielegstand.¹⁰

Bij de bepaling van de vraag op de beleggingsmarkt staat de huurprijs wederom centraal. Indien er een hogere (enigszins marktconforme) huurprijs ontstaat zal bij een gelijkblijvende rendementseis de beleggingswaarde van het vastgoed stijgen. Anderzijds zal een lagere huurprijs bij een gelijkblijvende rendementseis resulteren in een lagere beleggingswaarde.

De relatie tussen de ontwikkelmarkt, ook wel (nieuw)bouwmarkt, en de overige deelmarkten valt te verklaren vanuit de vastgoed voorraad. Op het moment dat een toename in nieuwbouwprojecten het aanbod sneller doet stijgen dan de vraag zullen zowel de huur- als beleggingsprijzen dalen. Daarentegen kan een afname in het bouwaantal in combinatie met stijgende vraag schaarste veroorzaken wat resulteert in stijgende huur- en beleggingsprijzen.



Figuur 5 Vier-kwadranten model van Wheaton en DiPasquale, 1998

¹⁰ Frictielegstand is het percentage leegstand dat nodig is om verhuizingen op de kantorenmarkt op te vangen.

Het vier-kwadrantenmodel geeft inzicht in de deelmarkten binnen de vastgoedmarkt en hoe deze elkaar beïnvloeden. In aanvulling op dit model heeft PricewaterhouseCoopers middels het “*Real Estate Market Value Cycle*” model getracht de vastgoedmarkt in verschillende fasen te verdelen. In figuur 6 is te zien dat dit model de vastgoedcyclus in vier fasen opsplitst: i) recessiefase, ii) herstelfase, iii) expansiefase, iv) contractiefase. Op basis van de combinatie van zeven indicatoren wordt bepaald in welke fase de vastgoedcyclus zich bevindt. (PricewaterhouseCoopers, 1999)

Decision rules for market positions				
Indicators	Recession	Recovery	Expansion	Contraction
Supply	Limited or no new supply	Minor	Beginning to increase	Increasing greater than demand
Demand	Declining	Beginning to increase	Strong, greater than new supply	Positive, but slowing
Vacancy	Increasing to highs	Decreasing to balanced rate	Declining to lows	Increase to balanced rate
Rents	Falling or negative growth rates	No growth	Growth	Growth, but slowing
Cap Rates	Increasing to highs	Stable at high rates	Starting to decline	Declining as capital flows
Investors	Few or no transactions; limited interest	Bottom fishers	Very interested with high number of transactions	Interest declining with limited number of transactions
Value Impacts	With incomes declining and cap rates increasing, values are declining	With incomes improving and cap rates remaining high, values are increasing	With incomes improving and cap rates decreasing; major value increases are evident	With income stable or declining and cap rates stable or increasing; values are declining

Figuur 6 Real Estate Cycle Model. Bron: PWC

De zes indicatoren (vraag; aanbod; leegstand; huurniveau; aanvangsrendement; investeerders; waarderingen) zijn allen met elkaar verweven. Een positieve verandering in een indicator heeft onlosmakelijk verbondenheid en invloed op de andere indicatoren. De afzonderlijke elementen staan hieronder omschreven.

Supply - Het beschikbare aanbod aan vastgoed, de voorraad, is in samenhang met de vraag naar vastgoed een gewichtige indicator naar de staat van de vastgoedmarkt. In een opgaande vastgoedmarkt zal de voorraad enerzijds dalen door een stijgende vraag, en anderzijds zal er meer aanbod gecreëerd worden. Doordat de productie van vastgoed, en daarmee het creëren van aanbod, een langjarig proces is zal er in bepaalde mate altijd een mismatch tussen vraag en aanbod zijn. Een opgaande vastgoedmarkt aan de aanbodzijde wordt gekenmerkt door een stijgend aantal bouwvergunningaanvragen en een toename in de nieuwbouw voorraad.

Demand - De vraag naar vastgoed daalt sterk in een recessiefase en groeit tevens minder snel dan het aanbod in de contractiefase. De vraag naar vastgoed stijgt gematigd in de herstelfase waarna de echte groei in de expansiefase plaatsvindt.

Vacancy - Leegstand in de vastgoedsector is altijd aanwezig, maar kan vele vormen aannemen. Het leegstandspercentage beweegt mee met de vraag en aanbodcurve. Waar er in een recessie fase door stijgend aanbod en dalende vraag meer leegstand ontstaat, kenmerkt de expansiefase zich door beperkte leegstandsniveaus. In de overige fases is er over het algemeen sprake van een gezond en uitgebalanceerd leegstandsniveau, ook wel frictieleegstand genoemd.

Rents - Het gemiddelde huurniveau daalt op het moment dat in een recessiefase de leegstand stijgt, waardoor het aanbod voor huurders toeneemt. In de herstelfase is er nauwelijks beweging in de huurniveaus doordat er nog ruim voldoende aanbod beschikbaar is. In de expansiefase daarentegen is er door een dalend aanbod en stijgende vraag een groei in de huurniveaus zichtbaar. Ook in de contractiefase is er nog een stijging zichtbaar, zijnde dat deze fase minder snel gaat.

Cap Rates - De marktwaarde van vastgoedobjecten wordt aan de hand van huurniveaus en aanvangsrendementen bepaald. Waar een laag aanvangsrendement in een hoge waarde resulteert, zijn stijgende aanvangsrendementen een indicator voor een beginnende recessiefase.

Investors - In een recessiefase zijn er doorgaans minder transacties en wordt er gematigd interesse getoond door investeerders. De herstelfase kenmerkt zich door toenemende interesse van investeerders die vastgoedobjecten aankopen op basis van een verwachte expansiefase. In de expansiefase zal de interesse van allerlei investeerders sterk toenemen, evenals het aantal transacties. Door sterk gestegen prijzen in de expansiefase worden investeerders huiverig. Mede doordat de kloof tussen vastgoedrendementen en overige investeringsmogelijkheden daalt, zal de interesse van investeerders in de contractiefase langzaam afnemen.

Value Impacts - De zes voornoemde indicatoren komen uiteindelijk tot uiting in een marktwaarde. Gezien het cyclische karakter van de vastgoedcyclus kent ook de marktwaarde van vastgoed zowel stijgende, herstel- en expansiefase, als dalende, recessie- en contractiefase, perioden.

De vastgoedmarkt is een markt met onderling afhankelijke deelmarkten. Een positief of negatief sentiment in de ene deelmarkt heeft onmiskenbaar gevolgen voor de overige deelmarkten. De staat waarin de vastgoedmarkt zich bevindt kan opgedeeld worden in vier fasen die aan de hand van zeven indicatoren getoetst kunnen worden. Deze vier fasen zijn wederkerend en wederom onderling afhankelijk. Een toetredende financier dient rekening te houden met de deelmarkten, de fase en de indicatoren alvorens een oordeel geveld kan worden over de staat van de vastgoedmarkt.

2.6 Conclusie

Het nut van financiering wordt aan de hand van het hefboomeffect uiteengezet. Een positieve hefboomwerking is alleen mogelijk als het rendement van het project hoger is dan het rendement op (de kosten van) vreemd vermogen. Het risico van vastgoedfinanciering zit hem in de keerzijde van het hefboomeffect. Wanneer het rendement op eigen vermogen lager is dan het rendement op vreemd vermogen, zal het gebruik van financiering een negatief effect op de investering hebben. Vastgoedfinanciers trachten de kans op dit negatieve scenario te minimaliseren

door de kredietnemer aan een nauwkeurig kredietproces te onderwerpen. Op basis van het ingeschatte risico zal de kredietgever aanvullende zekerheden aan de kredietnemer voorleggen.

Er zijn verschillende type financiers in de markt die elk een eigen risicoperceptie omvatten. Theoretisch gezien zorgt dit ervoor dat de markt breed bedient kan worden. Gezien de verwevenheid tussen de zoektocht naar rendement en de bereidheid tot financieren, is het nog maar de vraag wat de invloed van de staat van de vastgoedcyclus is.

De vastgoedcyclus heeft een cyclisch karakter waarin verschillende fasen te onderscheiden zijn. De Property Cycle theorie, het vier-kwadrantenmodel en de *Real Estate Market Value Cycle* stellen dat de vastgoedcyclus herkenbaar en wederkerig is. Doordat de afhankelijkheid tussen de deelmarkten hoog is heeft een stijging of daling een sterke invloed op de andere deelmarkten. Door positievere condities (bijv. stijgende waarderingen, huurniveaus, kredietwaardige kredietnemers) in een opgaande markt zal de kans op markttoetreding in deze fasen naar alle waarschijnlijkheid hoger zijn. Evenwel is dit afhankelijk van de strategie en het doel van de alternatieve financier.

Naast de eventuele aanwezigheid van de voornoemde voorwaarden zijn tevens de wet- en regelgeving, informele instituties en wijze van toetreding factoren die de aantrekkingskracht van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt kunnen beïnvloeden. In hoofdstuk drie zal hier nader op worden ingegaan.

3. Instituties en markttoetreding

In de neoklassieke economie wordt verondersteld dat actoren rationeel handelen, streven naar winstmaximalisatie en eenieder de beschikking heeft over dezelfde informatie. Deze ‘perfecte’ markt maakt formele- en informele instituties overbodig, aangezien het handelen van de actoren voorspelbaar is. Uitwisseling van kennis en informatie is kosteloos en er is alleen sprake van de prijs van het product. Echter, deze ‘perfecte’ markt bestaat louter in theorie. De ‘imperfecte’ vastgoedfinancieringsmarkt kenmerkt zich door irrationeel handelen en een ongelijke toegang tot informatie. Deze onzekerheden brengen kosten met zich mee, ook wel transactiekosten, waardoor prijsverschillen ontstaan. Formele- en informele instituties pogen onzekerheden te verminderen. De aantrekkelijkheid van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is mede afhankelijk van de mate waarin de transactiekosten geminimaliseerd worden. De aanwezigheid van instituties heeft tevens zijn invloed op de wijze van markttoetreding. De strategische wijze van toetreding is een op maat gemaakte, context afhankelijke, methode. Instituties scheppen hiermee de voorwaarden voor de wijze waar een markt mee betreden kan worden.

Dit hoofdstuk onderzoekt de invloed van instituties en regelgeving op markttoetreding, alsmede de verschillende methodieken tot markttoetreding.

3.1 Informele instituties

In de literatuur aangaande informele instituties is er nog relatief weinig geschreven over de toetreding van alternatieve financiers op een buitenlandse markt. Bij gebrek aan literatuur over deze specifieke invalshoek is ervoor gekozen informele instituties en toetreding in algemenere zin te behandelen.

De werking van een economie als geheel, alsmede de sectoren afzonderlijk, wordt beïnvloed door instituties. Volgens North (1987) kunnen instituties bestempeld worden als de spelregels – formeel (wet- en regelgeving) hetzij informeel (ongeschreven regels en gedragscodes) – van de samenleving. Het belang van instituties komt voort uit de theorie dat de mens als individu ‘gelimiteerd’ rationeel kan handelen en over onvolledige informatie beschikt. Deze beperkende realiteit kan door middel van afspraken en normen, in de vorm van instituties, de onzekerheid in het economische verkeer verminderen. In theorie kunnen passende instituties een economie efficiënter maken, het vertrouwen van de markt laten toenemen en daarmee een stimulans voor de economische ontwikkeling zijn. (North, 1987)

Ook ondernemingen hebben te maken met een omgeving en dus met instituties. Het milieu waarin een onderneming opereert wordt tot op zekere hoogte gestuurd door de geschreven en ongeschreven wetten. (Williamson, 1998)

Scott (2008) ziet instituties als een verweven sociaal-stelsel waarin drie dimensies het gedrag van individuen en ondernemingen sturen. Deze drie dimensies, regulatief, normatief en cultureel cognitief, kunnen naast elkaar bestaan en behelzen formele en informele regels.

Greenwoord en Hinings (1996) onderkennen de institutionele complexiteit van het multidimensionale karakter van organisaties en beschrijven ondernemingen dan ook als ‘politieke arena’s waarin meerdere groepen van actoren met verschillende belangen, macht, waarden en normen interacteren’.

Het betreden van een nieuwe industrie en/of internationalisering is een uitdagend proces. Onder internationalisering wordt het proces bedoeld waarin een onderneming internationaal uitbreidt en doorlopend

nieuwe (buitenlandse) markten bestierd. (Buckley, 2002) Ondernemingen die besluiten tot een nieuwe markt toe te treden zijn vaak voornemens concurrentievoordelen te benutten en te versterken. (Madhok, 1997) Ondanks dat internationale ondernemingen op management en organisatorisch niveau een voordeel kunnen hebben op de lokale spelers, kan markttoetreding zeer uitdagend zijn. Op het moment dat een toetredende onderneming zich niet voldoende aanpast aan de lokale cultuur kan er een achterstand ten opzichte van de lokale concurrentie ontstaan. De substantiële verschillen in cultuur, gedrag, en instituties kan voorkomen dat een onderneming concurrentievoordelen kan benutten. (Dunning, 1980) Om succes te behalen bij markttoetreding is het aanpassen aan de lokale markt van essentieel belang. Volgens Madhok (1997) zijn de kosten om deze aanpassingen te realiseren hoog omdat het betreden van een nieuwe markt zelden een vlekkeloos proces is waarbij onverwachte tegenslagen veel voorkomend zijn.

Achrol (1991) stelt dat markttoetreding in meerdere mate bemoeilijkt kan worden door zowel formele als informele instituties. Ondernemingen die een nieuwe markt betreden hebben over het algemeen moeite om aan voldoende en betrouwbare informatie te komen. Tevens kan het voorkomen dat lokale partijen niet bereid zijn mee te werken waardoor het langer kan duren voordat de toetredende onderneming gevestigd is of er niet geprofiteerd kan worden van bepaalde managementcapaciteiten. Deze aangelegenheden zijn voorbeelden van mogelijk beperkende informele instituties. (Achrol, 1991)

Informele instituties kunnen gezien worden als de 'werkcultuur' van een industrie, de ongeschreven wetten die de markt duwen en trekken. Toetredende ondernemingen krijgen te maken met deze instituties. De theorie stelt dat toetreders een sterkere concurrentiepositie kunnen verwerven door zich aan te passen aan de instituties. Naast de informele instituties bestaan er ook nog formele instituties. De invloeden en gevolgen van wet- en regelgeving wordt in de volgende paragrafen behandeld.

3.2 Formele instituties

Iedere industrie heeft te maken met formele instituties. Formele instituties zijn de wet- en regelgeving waaraan eenieder zich dient te houden. Een stabiele, ontwikkelde, industrie herbergt over het algemeen sterke en stabiele formele instituties. Stabiele formele instituties dragen zorg voor een markt waarin het de toetredende onderneming duidelijk is aan welke wet- en regelgeving voldaan dient te worden. Opkomende, minder ontwikkelde, markten daarentegen worden gekenmerkt door minder stabiele formele instituties. In dit soort landen kan overheidsbeleid middels wet- en regelgeving direct invloed uitoefenen op de toetredingsprocessen, bijvoorbeeld door het heffen van tarifieringen en-/of inperking van concurrentievoordelen, van internationale bedrijven. (Dunning, 1980)

Regulerende maatregelen worden voornamelijk ingezet door overheden om de concurrentievoordelen van internationale ondernemingen te beperken en daarmee de lokale spelers te beschermen. (Martinez & Williams, 2012) Om een voorkeurspositie te verwerven kunnen toetredende ondernemingen een stimulans voelen zich aan te passen. Het aanpassingsproces van toetredende ondernemingen is voornamelijk lastig in ontwikkelende markten. De voortdurende institutionele veranderingen gaan gepaard met complicaties in het toetredingsproces. Doordat de markten in ontwikkeling zijn dient tevens de institutionele wet- en regelgeving mee te bewegen. Deze veranderingen vereisen additionele flexibiliteit en aanpassingsvermogen van de toetredende ondernemingen. Aansluitend hierop stelt Jansson (2007) dat voortdurende wijzigingen in formele instituties het leerproces van toetreders kan bemoeilijken doordat informatie relatief snel verouderd raakt er weinig tijd is om bepaalde instituties te verwerken.

Ontegenzeggelijk creëren institutionele veranderingen ook kansen voor nieuwe toetreders. Ondernemingen die in staat zijn snel te reageren op institutionele veranderingen kunnen een concurrentie voordeel behalen. (Eckhardt & Shane, 2003) Daarnaast creëert verplichte confirmatie aan lokale instituties duidelijkheid waardoor ondernemingen gedwongen worden bepaalde keuzes te maken. Hierdoor kunnen eventuele twijfels met betrekking tot institutionele veranderingen voorkomen worden (Westney, 2009). Continue veranderingen in de markt kan een toetredende onderneming minder geïsoleerd doen voelen. Doordat de gehele markt onderhevig is aan deze veranderingen kan een toetredende partij zich spiegelen aan reeds bestaande ondernemingen. (Newman, 2000)

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is een onderdeel van, en nauw verbonden aan, de Europese financieringsmarkt. De formele instituties zijn dan ook relatief standvastig waarbij de lokale overheid niet bij machte is deze te pas en te onpas te wijzigen. Desalniettemin is er wel degelijk wet- en regelgeving die, mede naar aanleiding van de kredietcrisis, aangescherpt is. De wet- en regelgeving, vanuit Europa gecoördineerd, is met name gericht op de bancaire- en verzekeringssector. Deze formele instituties zouden, afhankelijk van hoe de marktpartijen ermee omgaan, kansen voor alternatieve financiers kunnen creëren. In de volgende paragrafen wordt er nader ingegaan op de twee meest ingrijpende reguleringen ten aanzien van de vastgoedfinancieringsmarkt.

3.3 Bazel akkoorden

De Bazel akkoorden betreft mondiale wet- en regelgeving gericht op de bancaire sector. Om te voorkomen dat banken, ondernemingen met een groot maatschappelijk belang, blootgesteld worden aan onverantwoorde risico's werden in 1988 de Bazel akkoorden gesloten. Sinds aanvang zijn de Bazel akkoorden meermaals aangescherpt waarbij Bazel IV, welke van kracht gaat in 2027, het meest recente wapenfeit is.

Bazel I was een relatief eenvoudig niet risico-sensitief raamwerk voor het interpreteren van kredietrisico. In 1988 werd dit mondiale akkoord gesloten en in 1992 wettelijke verplicht gesteld in de G-10 landen.

Bazel II is een samenwerkingsverbond tussen de banken onderling: een internationale set aan regelgeving waarmee onder andere kapitaaleisen opgelegd werden. In tegenstelling tot de voorloper is Bazel II vele malen risico sensitiever. Het analyseren van de bankenbalans aan de hand van interne modellen en meerdere risicofactoren moest het risico beperken. Dit akkoord werd vlak voor de kredietcrisis, in 2006, geïmplementeerd.

Bazel III is een maatregelenpakket waarbij de gevolgen van de kredietcrisis duidelijk herkenbaar zijn. Zowel kapitaalbuffers als toezicht is flink aangescherpt met als doel het robuuster maken van de bank. Vele maatregelen zijn ook vertaald naar wetten en regels. De complexiteit van Bazel III en wederom veranderde perceptie op de risico sensitiviteit draagt er mede zorg voor dat het Bazel Comité Bazel IV heeft aangekondigd.

Basel III bevat twee ingrijpende veranderingen ten opzichte van Basel II, vooral gericht op het versterken van de kwaliteit van het kapitaal en de liquiditeit van de banken. De nieuwe regelgeving stelt dat minimaal 4,5% van het minimumkapitaal (10,5%) dat een bank moet aanhouden, bestaat uit kernkapitaal (common equity Tier 1: kapitaal van de hoogste kwaliteit). Dat is meer dan een verdubbeling ten opzichte van Basel II (2%). Daarbovenop moet een bank op zowel Tier 1 (1,5%) als Tier 2 (2%) aanvullend kapitaal aanhouden. Ook moeten er onder Basel III extra buffers ingevoerd worden in de vorm van een kapitaalconserveringsbuffer (2,5%) en een anticyclische buffer (0 - 2,5%).

Bazel IV heeft voornamelijk impact op de bepaling van het kredietrisico en zal naar verwachting zijn intrede doen in 2027. De interne rekenmodellen (IRB) en standaardmethode (SA) die gebruikt worden om kredietrisico in te schatten worden aangepast. Zo moet bijv. de keuze voor een interne-modellenmethode door een onafhankelijke toezichthouder goedgekeurd worden. Tevens zal Bazel IV een ‘outputvloer’ instellen. Deze ‘outputvloer’ stelt een ondergrens aan de resultaten van de interne modellen ten opzichte van de uitkomsten uit de standaardmethode. Dit kan tot gevolg hebben dat voor de laag-risico assets de minder risico-sensitieve standaardmethode leidend worden ten opzichte van de interne modellen. Dit zal een hogere kapitaalreservering tot gevolg hebben.

3.4 Solvency II

De Europese Solvency wet- en regelgeving dateert uit 1973, zijnde de Solvency I-richtlijnen. Deze richtlijn had als doel de polishouder te beschermen tegen eventuele risico’s die verzekeraars zouden kunnen lopen. Het risicotoetsingskader was echter summier en verouderde door de jaren heen. Gezien de toenemende omvang en daarmee maatschappelijke relevantie van verzekeraars stelden de Europese Commissie en het Europese Parlement zich begin jaren 2000 ten doel meer toezicht te gaan houden middels hernieuwde wet- en regelgeving.

Solvency II ging begin 2016 van kracht en behelst een omvangrijk risicotoetsingskader. Zo dienen verzekeraars de gehele balans op marktwaarde in te schatten en moet de portefeuille aan stresstesten worden onderworpen om de impact van economische schommelingen te wegen. Naast financiële wet- en regelgeving is ook de corporate governance, transparantie naar publiek en toezichthouder en kwaliteit van de bedrijfsvoering onderworpen aan regelgeving.

Solvency II geldt voor verzekeraars die actief zijn binnen de Europese Economische Ruimte met een jaarlijkse premie-inkomen van minimaal EUR 5 miljoen of een technische voorziening van minimaal EUR 25 miljoen. De Europese Commissie heeft met Solvency II meerdere pijlers, waarbij de volgende vier leidend zijn:

- (i) Economische waardering – de methodiek waarmee de balans van verzekeraars, de verplichtingen en bezittingen, gebeurt op basis van de economische waarde.
- (ii) Risicobeheersing – het managen, inschatten, en monitoren van risico’s is een van de speerpunten van Solvency II. Middels het toepassen van risico mitigerende technieken, het implementeren van risicobeleid, en diversificatie kunnen risico’s beperkt worden.
- (iii) Proportionaliteit – afhankelijk van de aard, de omvang, en complexiteit van de onderneming kan een verzekeraar methodieken verkiezen om aan de voorwaarden van Solvency II te voldoen.
- (iv) Diversificatie – het spreiden van risico wordt gestimuleerd doordat de kapitaaleisen afhankelijk zijn van een bepaalde (risico en asset) spreiding in de bezittingen.

Regelgeving heeft als doel vastgoedfinanciering stabiel te maken en risico’s beter beheersbaar te maken. Door stapsgewijze invoering zullen korte termijn gevolgen zo veel mogelijk vermeden worden. De consequenties voor (alternatieve) financiers zijn daarmee afhankelijk van de samenstelling van de vastgoedportefeuille. Voor vastgoedfinancieringen die binnen de kaders van de regelgeving vallen zullen er beperkte of geen consequenties zijn. Voor portefeuilles met een groter aandeel ‘risico’ financieringen kan de impact ingrijpender zijn. Bij het betreden van een markt dient de onderneming dan ook rekening te houden met de actuele wet- en regelgeving. Concurrentievoordelen kunnen behaald worden op het moment dat bestaande marktpartijen door veranderende instituties ander beleid gaan voeren. De wijze waarop een onderneming een markt kan betreden is tevens

afhankelijk van de kaders die wet- en regelgeving scheppen. Deze zullen in de volgende paragrafen besproken worden.

3.5 Marktoetreding

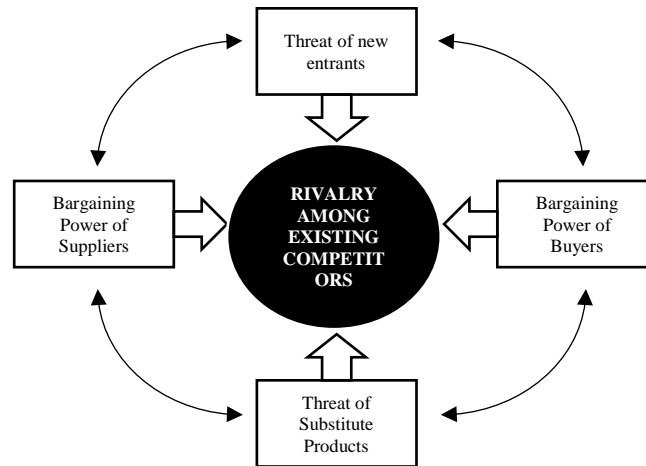
Een alternatieve financier kan verscheidene manieren gebruiken om de markt te betreden. De keuze die uiteindelijk gemaakt wordt kan worden beïnvloed door de reeds besproken staat van de vastgoedcyclus, (in)formele instituties en de wet- en regelgeving. Naast deze factoren spelen ook de samenstelling van de industrie en interne strategische overwegingen een rol. In de volgende paragrafen wordt verder ingegaan op deze overwegingen.

Porter (2008) stelt dat mate van succes van bedrijven, vaak gemeten aan de hand van winstgevendheid, sterk afhankelijk is van hoe er wordt omgegaan met concurrentie. Naast de directe concurrenten zijn er nog vier andere concurrerende factoren, zijnde (i) de klanten; (ii) leveranciers; (iii) potentiële toetreders op de markt; (iv) vervangende producten. Inzicht in de concurrentiefactoren, en de daarbij horende onderliggende oorzaken, liggen ten grondslag aan de winstgevendheid van een industrie. Het daadwerkelijk doorgronden van de concurrentiekrachten kan ervoor zorgen dat er geanticipeerd kan worden op mogelijke negatieve trends. Dit voordeel is op de lange termijn terug te zien in de winstgevendheid van een bedrijf en/of industrie. (Porter, 2008)

De interpretatie van de vier krachten kunnen een sterke invloed hebben op de strategische keuzes binnen een bedrijf. In figuur 7 zijn de vier invloeden weergegeven, waarbij waar te nemen is dat de rivaliteit tussen partijen beïnvloed worden door elk van de krachten. De mate waarin een kracht invloed uitoefent verschilt per industrie en zal dan ook per industrie geanalyseerd dienen te worden (Porter, 2008)

- (i) *Threat of entry* - Nieuwe toetreders op een markt verhogen het aanbod en zijn erop uit om marktaandeel van de gevestigde partijen te winnen. Deze zaken zetten prijzen onder druk en verhogen de benodigde investeringsvolumes om te concurreren. De intrede van partijen zet door bovengenoemde redenen een cap, plafond, op het maximale winstpotentieel van een industrie. De mate waarin de intrede van nieuwe partijen een risico vormt voor een industrie is afhankelijk van de hoogte van de belemmeringen gepaard gaande bij intrede evenals de reactie van de reeds gevestigde partijen. De dreiging van markttoetreders is hoog op het moment dat de toetredingsdrempels laag zijn en nieuwkomers weinig reactie verwachten van de gevestigde partijen. Het gaat bij de bepaling van de winstgevendheid van een bepaalde industrie om de mogelijke bedreiging van markttoetreders en niet zozeer of deze uiteindelijk de markt daadwerkelijk betreden. (Porter, 2008)
- (ii) *The power of suppliers* - Leveranciers zijn in staat de winstgevendheid, en daarmee de aantrekkelijkheid, van een industrie te beïnvloeden door (i) prijzen te verhogen; (ii) de kwaliteit van dienstverlening en/of producten te verminderen; of (iii) kosten te verschuiven naar andere marktpartijen. Invloedrijke leveranciers zijn daarmee in staat om de potentiële winstgevendheid van een industrie te doen dalen op het moment dat er geen ruimte is om kosten te vertalen in hogere prijzen. (Porter, 2008)
- (iii) *The power of buyers* - Invloedrijke consumenten zijn in staat om waarde voor zichzelf te creëren door (i) een prijsverlaging te eisen; (ii) veeleisend te zijn op kwaliteit en/of dienstverlening (kosten opdrijvend effect); of (iii) aanbieders van producten en/of diensten tegen elkaar uit te spelen. Wanneer een industrie meerdere invloedrijke consumenten huisvest zal het risico op bovenstaande factoren toenemen en de aantrekkelijkheid van de industrie afnemen. (Porter, 2008)

- (iv) *Threat of substitute products or services* – Een vervangend product heeft dezelfde kenmerken en presteert soortgelijk aan een reeds bestaand product. Het risico van vervangende producten voor een bestaande markt uit zich in het wegconcurreren van de gevestigde producten. Wanneer de dreiging van substituten hoog is zal de winstgevendheid van een industrie eronder lijden. Het winstpotentieel van een industrie wordt beperkt doordat er een cap, plafond, op het prijsniveau ontstaat. Om te voorkomen dat een industrie onaantrekkelijk wordt om te betreden dienen de bestaande producten zich te beschermen. Dit kan bijvoorbeeld middels effectievere marketing en-/ of het verbeteren van de kwaliteit van het product. (Porter, 2008)



Figuur 7 Model Market Entry Strategies Michael Porter, 2008

Igor Ansoff (1957) stelt dat iedere onderneming die succes nastreeft zich continue moet blijven ontwikkelen wil het een kans maken de concurrentie voor te blijven. Er zijn volgens Ansoff (1957) vier manieren om groei te bewerkstelligen.

- (i) *Market penetration* – Marktaandeel vergroten zonder aanpassing in het product en-/of markt. Groei wordt bewerkstelligd door te investeren in het verhogen van de verkopen aan bestaande klanten, en-/of nieuwe klanten in dezelfde markt met hetzelfde product.
- (ii) *Market development* – Marktaandeel vergroten door middel van een aanpassing in de missie van het product en-/of het betreden van een nieuwe markt. De missie is ook wel de functie van het product.
- (iii) *Product development* – Marktaandeel vergroten door middel van een aanpassing in de fysieke karakteristieken van het product. De missie van het product blijft identiek.
- (iv) *Diversification* – Marktaandeel vergroten door middel van een nieuw product en een nieuwe missie.

Het aanboren van een nieuwe markt kan onder alle vier de manieren vallen. Een simultaan proces waarbij er meerdere ontwikkelingen naast elkaar onderzocht en-/of uitgezocht worden is vaak een teken dat een onderneming bezig is zich op meerdere gebieden te ontwikkelen.

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt kenmerkt zich door een mix aan intredende partijen, zowel ervaren (buitenlandse) financiers als onervaren bedrijven. Aangezien de praktijk leert dat de meeste toetreders tot de vastgoed financieringsmarkt dit doen middels *diversification*, zal hier nader op ingegaan worden. (Visschedijk, 2013)

Volgens Ansoff (1957) diversificeren ondernemingen veelal om (i) te compenseren voor technologische ontwikkelingen, (ii) het verspreiden van risico, (iii) extra productie bewerkstelligen, (iv) herinvesteren. Van het management van een onderneming wordt verwacht alle opties tot groei te overwegen alvorens over te gaan op diversificatie. Gezien de substantiele investeringen in tijd en geld gepaard gaande met diversificatie, dienen de alternatieven grondig bestudeerd te worden. Ansoff (1957) geeft aan dat op basis van de volgende drie zaken gebaseerd kan worden of een diversificatie strategie benodigd is.

- (i) *Long term trends* – het analyseren van eventuele toekomstige economische ontwikkelingen kan aangeven of een onderneming met de huidige werkzaamheden voldoende omzet zal gaan draaien. Dit soort voorspellingen dienen altijd met een slag om de arm geanalyseerd te worden aangezien de toekomst in zekere mate altijd onvoorspelbaar is. Indien de verwachte economische groei binnen de sector waarin de onderneming actief is ontoereikend is, zal het management na moeten denken over diversificatie.
- (ii) *Contingencies* – marktontwikkelingen die de status quo doorbreken kunnen van invloed zijn op de prestaties van een onderneming. De kans dat een bepaalde gebeurtenis voor zal komen in combinatie met de verwachte gevolgen voor de onderneming bepaald de impact. Op het moment dat de kans op een catastrofale gebeurtenis groot is, zal het management na moeten denken over diversificatie.
- (iii) *Unforeseeable Events* – ongeacht of de economische vooruitzichten en marktontwikkelingen positief lijken kan een onderneming besluiten tot diversificatie. Het proactief inspelen op onvoorziene gebeurtenissen kan een onderneming weerbarstiger maken. Het toevoegen van producten of het aanboren van nieuwe markten verhoogd de flexibiliteit van een onderneming en verhoogd daarmee de bescherming tegen onvoorziene omstandigheden.

Op het moment dat na het analyseren van de toekomstige economische trends en verwachte marktontwikkelingen een onderneming besluit tot diversificatie, zijn er drie manieren om dit uit te voeren. (Ansoff, 1957)

- (i) *Vertical diversification* – de onderneming kan zijn activiteiten uitbreiden door bepaalde onderdelen van de productielijn zelf op te zetten of over te nemen van leveranciers. De diversificatie komt tot uiting in de afwijkende missie/functie van de nieuwe componenten en de nieuwe markt/branche welke betreden wordt.
- (ii) *Horizontal diversification* – de onderneming kan zijn activiteiten uitbreiden door nieuwe producten toe te voegen, die op geen enkele manier verband houden met de huidige (fysieke) productielijn. De nieuwe producten dienen functioneel gezien overeen te komen met het bedrijf zijn knowhow en ervaringen.
- (iii) *Lateral diversification* – de onderneming kan zijn activiteiten uitbreiden door een compleet nieuwe industrie te betreden. Hierbij gelden geen restricties en zijn de mogelijkheden oneindig. Door het gebrek aan ervaring en eventuele kennis is het risico op mislukking hoger. Specialistische kennis en het hebben van een uitgebreid lokaal netwerk zijn belangrijke factoren die de kans op succes vergoten.

Kim en Hwang (1992) stellen dat de drie meest voornamelijk manieren waarmee een bedrijf de markt kan betreden de volgende zijn: (i) licentieovereenkomst; (ii) joint-ventures; of (iii) fusies en overnames. Kim en Hwang betogen dat elke vorm van markttoetreding (intern) strategisch gedreven wordt door de wil van het management en elk

zijn eigen economische investering. Agarwal en Ramaswami (1992) gaan ervan uit dat bij het betreden van een nieuwe markt doorgaans een van de volgende vier methoden tot markttoetreding wordt toegepast: (i) export; (ii) licentieovereenkomst; (iii) joint-venture; (iv) sole venture. Kwon en Konopa (1993) duiden dat iedere strategie tot markttoetreding zijn voor- en nadelen kent en afgestemd dient te worden op de specifieke industrie die betreden wordt.

Cateora en Graham (2011) merken op dat de keuze voor een bepaalde strategie afhankelijk is van enerzijds de interne 'risico perceptie' van de te betreden markt en anderzijds het risiconiveau dat externe partijen aan de markt ophangen. Zo kan het zijn dat twee partijen de risico's van een markt verschillend inschatten en daarmee een andere markttoetredingsstrategie aanhangen. Op het moment dat twee partijen de marktrisico's vergelijkbaar beoordelen kan de markttoetredingsstrategie alsnog verschillen door een afwijkende interne opvatting van de risico's.

Agarwal en Ramaswami (1992) stellen dat een markt waarbij er geen daadwerkelijk productieproces aanwezig is de toetredingsvormen verschillend zijn dan markten waarin een fysiek product geleverd wordt. De meest voorkomende toetredingsvormen in een markt zonder productieproces, zoals de vastgoedfinancieringsmarkt, zijn de (i) joint venture; (ii) overnames. Deze methoden zullen hieronder kort beschreven worden.

- (i) *Joint venture* – een joint venture is een samenwerkingsvorm tussen meerdere, bij voorkeur twee, partijen waarbij een gemeenschappelijk doel bindend is. Het aangaan van een joint venture tussen vastgoedfinanciers kan drie doelen dienen. Een samenwerking tussen meerdere partijen kan de beschikbaarheid tot kapitaal toegankelijker maken, het delen en/of gebruik maken van elkaars expertise kan voordelen opleveren en er kan toegang verworven worden tot markten die anders niet te bereiken zijn. (Campbell, 2002)
- (ii) *Sole venture: overname* – een partij kan een markt betreden middels het overnemen van een reeds bestaande en actieve onderneming. Het overnemen van een bedrijf kan o.a. de volgende strategische redenen ten grondslag hebben: (i) een voordelige geografische ligging; (ii) de aanwezigheid van uitzonderlijke eigenschappen zoals uniek management, technologie, producten diversificatie of logistieke kanalen. Het voordeel ten opzichte van de joint venture strategie is de snelheid waarmee de onderneming de nieuwe markt betreedt.

3.6 Conclusie

De formele- en informele instituties kunnen gezien worden als de spelregels waar een organisatie zich aan moet houden of aan wilt confirmeren. De strategische keuzes die gemaakt worden bij het betreden van een nieuwe markt zijn afhankelijk van de context, en daarmee van de aanwezige instituties. De huidige wet- en regelgeving vertaald zich onder andere in de Bazel akkoorden en de Solvency wetgeving. Deze regulerende maatregelen hebben als doel de ondernemingen te beperken in het alloceren van kapitaal om daarmee de risico's op falen te voorkomen.

De wet- en regelgeving in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt geldt als een formele institutie. Het betreden van een nieuwe markt zou bemoeilijkt kunnen worden indien een toetredende onderneming zich in onvoldoende mate aanpast aan de lokale instituties. Anderzijds is het mogelijk concurrentievoordelen te behalen indien een organisatie in staat is zich naar behoren aan te passen aan de lokale instituties.

4. Methodologie

In dit hoofdstuk zal de onderzoeksmethodiek besproken worden. In de voorgaande hoofdstukken zijn de deelvragen aan de hand van een theoretisch kader belicht. Middels praktijkonderzoek wordt de verbinding tussen de theorie en praktijk gelegd. Dit hoofdstuk omschrijft de aard van het onderzoek, de onderzoeksmethoden, en de afbakening van de gekozen methoden.

4.1 Aard van het onderzoek

De aard van het onderzoek is verkennend en beperkt zich niet tot een uitgesproken kwantitatieve of kwalitatieve onderzoeksmethodiek. Het in-transparante karakter van de vastgoedfinancieringsmarkt, met als karakteristiek een gebrek aan kwantitatieve data, maakt dat een ‘mixed-method’ onderzoeksmethodiek goed zou passen. De ‘mixed-method’ kenmerkt zich door het toepassen van zowel kwantitatieve als kwalitatieve onderzoeksmethodieken. In dit geval zouden het toepassen van enquêtes (kwantitatief) en expertinterviews (kwalitatief) de eerste keus van de onderzoeker zijn.

Echter, na het analyseren van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt blijkt dat de bescheiden hoeveelheid aan actieve vastgoedfinanciers (ca. 90) op de Nederlandse vastgoedmarkt kwantitatief onderzoek bemoeilijkt. Baarda et. al (2013) stelt dat afhankelijk van de steekproefmarge, populatie en verwachte uitkomst er een uitspraak kan worden gedaan over de acceptatie-grens van de steekproef. Aangezien de populatie in dit onderzoek relatief klein is, en er een steekproefmarge van 5% wordt gehanteerd, moeten er bij een betrouwbaarheidsniveau van 90% minimaal 68 respondenten gevraagd. Door beperkt vertrouwen in de haalbaarheid van dit aantal respondenten is ervoor gekozen het onderzoek te richten op kwalitatieve methoden en deskresearch.

Interviews

Dit onderzoek zal middels kwalitatieve surveys, ook wel expertonderzoek, trachten om inzichten en kennis te vergaren. De interviews worden volgens een logisch en vast patroon uitgevoerd. Door het verkennende karakter van dit onderzoek zijn de vragen open en niet gestandaardiseerd.¹¹

De kwalitatieve analyse van de interviews kan gezien worden als een iteratief proces waarin waarneming, analyse en reflectie elkaar steeds afwisselen. (Baarda, et al., 2013) De kwalitatieve onderzoeksmethode is door het verkennende karakter van het onderzoek en de beperkt aanwezige literatuur geschikt voor dit onderzoek. Het uiteindelijke doel van dit kwalitatieve onderzoek is om te komen tot algemenere uitspraken aan de hand van specifieke waarnemingen, een inductieve strategie. Verschueren en Doorewaard (2007) stellen dat (semi)gestructureerde interviews geschikt zijn om specifieke kennis te vergaren. De semigestructureerde methode biedt de ruimte om flexibel om te gaan met nieuwe inzichten gedurende het interview.

De interviews zijn afgenomen bij afgevaardigden van elk van de getypeerde alternatieve vastgoedfinanciers, evenals een tweetal interviews met traditionele banken. Om de resultaten een zo breed mogelijk karakter te geven is ervoor gekozen elk type (alternatieve) financier actief op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt te interviewen.

¹¹ De vragenlijst is bijgevoegd in Appendix 12

Om de uitkomsten uit de interviews zo relevant mogelijk te maken zijn de geïnterviewden onderworpen aan een aantal selectiecriteria:

- Werkzaam bij een professionele (alternatieve) vastgoedfinancier;
- Meer dan 5 jaar ervaring met vastgoedfinanciering;
- Expert op het gebied van vastgoedfinanciering.

Expertinterviews	Bedrijf
Verzekeraar	XXXX
Pfandbrief Bank	XXXX
Pfandbrief Bank	XXXX
Investment Bank	XXXX
Schuldfondsen (“Debt Funds”)	XXXX
Traditionele Bank	XXXX

Tabel 1 Overzicht expertinterviews kwalitatief onderzoek

Focus groep

Baarda, de Goede, en Teunissen (2013) stellen dat wetenschappelijk onderzoek dient te voldoen aan de volgende criteria:

- Validiteit;
- Betrouwbaarheid;
- Navolgbaarheid;
- Overdraagbaarheid.

De bevindingen uit de interviews zullen een zekere mate van bevooroordeeldheid bevatten en daarmee niet volledig valide zijn. Om tot betrouwbare resultaten te komen worden de conclusies uit de interviews voorgelegd aan een onafhankelijke expert. Deze persoon is een onafhankelijke expert op het gebied van vastgoedfinancieringen. De expert wordt gevraagd de resultaten uit de interviews te beoordelen en analyseren. Door deze toetsing zal de betrouwbaarheid, validiteit en kwaliteit van de resultaten toenemen.

De expert is zorgvuldig gekozen en heeft jarenlange ervaring in de vastgoedfinancieringsmarkt. De selectiecriteria is gelijk aan die van de expertsinterviews.

Onafhankelijke expert	Bedrijf
Vastgoedadviseur	XXXX

Tabel 2 Onafhankelijke expert m.b.t. kwalitatief onderzoek

4.2 Afbakening

In dit onderzoek is de Nederlandse vastgoedmarkt afgebakend tot de kantorenmarkt. De reden hiervoor is dat enerzijds het beleggingsvolume in de deelmarkt kantoren groter is dan de overige deelmarkten. Anderzijds blijkt in de praktijk dat de meeste transacties door alternatieve financiers voornamelijk in de kantorenmarkt plaatsvinden. Daarnaast biedt de kantorenmarkt relatief veel marktdata waardoor er gedegen onderzoek gedaan kan worden.

De financieringsmarkt is afgebakend tot het financieren van vastgoed waarbij het onderpand commercieel onroerend goed in het kantoren segment betreft.

In dit onderzoek wordt een alternatieve vastgoedfinancier getypeerd als een *'niet-traditionele financier'*. Alternatieve financiers kunnen zowel Nederlandse als buitenlandse ondernemingen zijn. Een alternatieve financier wordt in dit onderzoek als zodanig gekenmerkt indien deze de intentie hebben en tonen tot de markt toe te treden. Het betreft hier voornamelijk buitenlandse banken, verzekeraars, pensioenfondsen, schuldfondsen en private-equity partijen.

4.3 Onderzoeksresultaten

De onderzoeksresultaten worden per deelvraag behandeld. Op basis van de deelvragen, marktonderzoek en literatuurstudie is besloten om de resultaten aan de hand van stellingen te behandelen. Bij elke deelvraag zijn een aantal stellingen opgemaakt die als kapstok dienen voor de beantwoording van de deelvragen. De stellingen omvatten alle onderwerpen die besproken zijn in dit onderzoek en zijn als onderdeel van het praktijkonderzoek in vragende vorm voorgelegd aan de experts.

Stelling 1

1.	Transparantie en toegankelijkheid zijn belangrijke voorwaarden voor het betreden van de financieringsmarkt
2.	Transparantie en toegankelijkheid zijn onbelangrijke voorwaarden voor het betreden van de financieringsmarkt

Stelling 2

1.	De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt is van belang bij eventuele toetreding
2.	De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt is irrelevant bij eventuele toetreding

Stelling 3

1.	De Nederlandse kantorencyclus nadert het einde van de expansiefase
2.	De Nederlandse kantorencyclus is nog aan het herstellen van de crisis en nadert daarmee zijn top nog niet

Stelling 4

1.	De wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt biedt kansen voor toetreders
2.	De wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt belemmert toetreders

Stelling 5

1.	Informele instituties zijn een doorslaggevende factor voor eventuele markttoetreding
2.	Informele instituties zijn irrelevant bij de keuze voor eventuele markttoetreding

Stelling 6

1.	De wijze van markttoetreding is in grote mate afhankelijk van de samenstelling van de markt
2.	De wijze van markttoetreding is in grote mate afhankelijk van de strategie van de onderneming

De resultaten worden per stelling gepresenteerd. In deze weergave worden de bevindingen uit het praktijkonderzoek gekoppeld aan de theorie. Deze wijze van rapporteren laat de ruimte om de praktijk direct terug te koppelen naar de literatuur. Om de bevindingen van meer validiteit en plausibiliteit te voorzien zal de onafhankelijke expert ook op deze verbinding zijn licht laten schijnen.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is omschreven op welke wijze de theoretische bevindingen uit eerdere hoofdstukken zullen worden getoetst aan de praktijk. Gezien de verkennende aard van het onderzoek, de relatief kleine populatie en de beperkte beschikbaarheid van data is ervoor gekozen om aan de hand van interviews kwalitatief onderzoek te verrichten. Om de validiteit en betrouwbaarheid van de bevindingen te vergroten worden de resultaten voorgelegd aan een onafhankelijke expert.

5. Resultaten

De bevindingen uit het literatuur- en praktijkonderzoek zijn in hoofdstuk vier in een zestal stellingen vertaald. Deze zes stellingen omvatten de onderwerpen uit de deelvragen en leiden tot een onderbouwde beantwoording van de onderzoeksvraag. In dit hoofdstuk worden de resultaten van de interviews per stelling geanalyseerd.

5.1 Deelvraag 1

In hoofdstuk twee zijn de strategische overwegingen die van invloed kunnen zijn op de eventuele markttoetreding van alternatieve vastgoedfinanciers beschreven. Onder andere de werking van het hefboomeffect, het verloop van het kredietproces en de verschillende type vastgoedfinanciers zijn aan bod gekomen. In de interviews zijn voornoemde onderwerpen besproken in relatie tot de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt.

Stelling 1

1.	Transparantie en toegankelijkheid zijn belangrijke voorwaarden voor het betreden van de financieringsmarkt
2.	Transparantie en toegankelijkheid zijn onbelangrijke voorwaarden voor het betreden van de financieringsmarkt

In de interviews gaven de experts een aantal redenen aan waarom een transparante en toegankelijke markt aantrekkelijker is dan een gesloten markt. Een transparante markt vergemakkelijkt het kredietproces. Een soepel kredietproces kan ervoor zorgen dat een aantal significante risico's gemitigeerd of verlegd kunnen worden. Zo benoemen de experts dat alternatieve financiers een markt voornamelijk beoordelen op de gevolgen van een ingebrekestelling van de kredietnemer. Het inschatten van de solvabiliteit van een potentiële kredietnemer is een belangrijke fase in het kredietproces waarbij een transparante markt en toegankelijke data dit vergemakkelijken. Uit de interviews komt naar voren dat dit een cruciale factor is tot markttoetreding. De experts ervaren de vervolgstappen bij een ingebrekestelling als een zeer aantrekkelijke factor in de Nederlandse markt door het overzichtelijke proces.

Daarnaast stellen de experts dat een mogelijke oorzaak voor de hoge mate van transparantie en toegankelijkheid gevonden kan worden in de relatief beperkte omvang van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Deze transparantie is bevorderlijk voor de kwaliteit en snelheid waarmee een kredietproces kan worden uitgevoerd. Overeenkomstig met de theorie stellen de experts dat dit de winstgevendheid van zowel de kredietgever als kredietnemer kan bevorderen.

Van Gool et al. (2013) beschrijft het financieringsproces dat een financier doorloopt. Overeenkomstig met de bevindingen uit de interviews stelt de theorie dat een (alternatieve) financier onder andere een risico inschatting zal maken van de mate waarin een kredietnemer niet aan de gestelde financieringsverplichtingen kan voldoen. De praktijk leert dat alternatieve financiers de mate van transparantie en toegankelijkheid in een markt hierin sterk mee laten wegen. Aansluitend hierop komt uit de interviews naar voren dat alternatieve financiers trachten in te schatten in hoeverre de uitgeleende bedragen terug te vorderen zijn, ook met betrekking tot wet- en regelgeving, in geval van een default situatie.

Transparantie en toegankelijkheid zijn belangrijke voorwaarden voor het betreden van de financieringsmarkt

Stelling 2

1.	De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt is van belang bij eventuele toetreding
2.	De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt is irrelevant bij eventuele toetreding

In navolging op de theorie stellen de experts dat de fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt van invloed is op de keuze om een markt te betreden. Het sentiment in de markt is voor een alternatieve financier reden om een markt te betreden of te verlaten. Aangezien een financier in de meeste gevallen een kredietovereenkomst voor meerdere jaren afsluit is het van belang na te denken over de (nabije) toekomst van de vastgoedmarkt. Als financier zijnde is het van belang om de financieringscondities aan te passen op basis van de verwachte marktassumpties.

Daarnaast geven de experts aan dat het verdienmodel van de alternatieve vastgoedfinancier mede afhankelijk is van de staat van de vastgoedmarkt. De experts stellen dat het in de theorie besproken hefboomeffect in een opgaande markt nog sterker tot uiting komt. Mede doordat de aanvangsrendementen sterk dalen worden de financieringscondities belangrijker voor beleggers om bepaalde rendementen te behalen. De zogenoemde 'spread', het verschil tussen het bruto aanvangsrendement en de coupon op een staatsobligatie, is door de staat van de vastgoedcyclus momenteel positief in Nederland. Overeenkomstig met de theorie stellen de verzekeraars en pensioenfondsen dat het structurele lage rendement op de obligatiemarkt ze richting alternatieve investeringen doet laten kijken, waaronder de vastgoedfinancieringsmarkt.

Uit de interviews blijkt tevens dat de Nederlandse vastgoedmarkt niet over één kam geschoren mag worden. De vastgoedmarkt bestaat volgens de experts uit meerdere deelmarkten die elk een eigen cyclus hebben. Op basis van de risico-rendement verhouding maken de alternatieve financiers beleid op de deelmarkt waarin ze geloven het gewenste resultaat te behalen. De specifieke (vastgoed)kennis die alternatieve financiers opbouwen, door zich specifiek te richten op een beperkt aantal segmenten, zorgt voor een zorgvuldiger proces en een betere risicoschatting.

Onder andere Gottlieb (1976) en Wheaton (1999) verrichten onderzoek naar de relatie tussen de economische cyclus en de rol van krediet. In lijn met deze onderzoeken, komt uit de interviews naar voren dat de bereidheid om een markt te betreden toeneemt op het moment dat de vastgoedcyclus een stijgende trend laat zien. Het toenemende aanbod aan krediet veroorzaakt meer concurrentie en daarmee voordeligere financiering condities voor beleggers. Dit *financial accelerator* effect wordt onderschreven door de experts waarbij ook de risico's verbonden aan een neergaande markt, beschreven door Herling en Wachter (1999), beaamd worden.

De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt is van belang bij eventuele toetreding

Stelling 3

1.	De Nederlandse kantorencyclus nadert het einde van de expansiefase
2.	De Nederlandse kantorencyclus is nog aan het herstellen van de crisis en nadert daarmee zijn top nog niet

De geïnterviewden zijn eensgezind over de fase waarin de Nederlandse kantorenmarkt zich momenteel bevindt: de expansiefase.¹² Echter, de experts merken op dat er binnen de kantorenmarkt nog een onderscheid gemaakt kan worden aan de hand van het type kantoor, locatie en kwaliteit. Er wordt beweerd dat de kantorenmarkt uit een aantal deelmarkten bestaat met ieder een eigen 'deelcyclus' op basis van onder andere locatie, gebouwkwaliteit en huurderssituatie. De investeringsvolumes, dalende bruto aanvangsrendementen en stijgende huurprijzen zijn

¹² Appendix 5 tot en met 10 omschrijft de kantorenmarkt aan de hand van marktgegevens

volgens de experts de voornaamste redenen om de expansiefase te verklaren. Deze factoren komen overeen met de theorie die stelt dat een expansiefase gepaard gaat met o.a. waarde- en huurstijgingen.

Daarnaast geven de experts aan het gevoel te hebben dat de expansiefase zijn top nadert. Het is echter niet mogelijk om het exacte toppunt te duiden. Voor eventuele markttoetreding van alternatieve vastgoedfinanciers is het van belang de cyclus op een conservatieve wijze in te schatten. De experts nemen aan dat hoe langer de expansiefase duurt, hoe dichterbij de contractiefase is. Alternatieve financiers zouden, afhankelijk van het doel, de verwachte naderende top als negatief kunnen ervaren. Enkele experts geven aan zich momenteel te herpositioneren op de markt vanwege conservatievere lange-termijn assumpties. De veranderende risico-rendement verhouding in combinatie met toenemende concurrentie kan de strategie van een financier doen wijzigen.

Aan de hand van de bestudeerde theorie, onder andere het vier-kwadranten model van Wheaton en DiPasquale (1996) en het vastgoedcyclus model van PwC (1999), zou er gesteld kunnen worden dat de kantorenmarkt zich in een expansiefase bevindt. De experts stellen dat het huidige sentiment zeer positief is en te vergelijken met de jaren voor krediet crisis. De alternatieve financiers zien de expansiefase de komende jaren langzaam afvlakken, zonder dat er een shockeffect op zal treden. Deze afvlakkende groei weerhoudt alternatieve financiers er niet van de Nederlandse financieringsmarkt te betreden. Wel heeft de naderende contractiefase invloed op de condities en convenanten waaronder alternatieve financiers bereid zijn kredieten te verstrekken.

De Nederlandse kantorencyclus nadert het einde van de expansiefase

5.2 Deelvraag 2

In hoofdstuk drie wordt ingegaan op de invloed van formele instituties en wet- en regelgeving op de kansen van nieuwe toetreders. Deze instituties kunnen enerzijds concurrentievoordelen opleveren, en anderzijds de toetreding bemoeilijken. Volgens de theorie bepaalt het aanpassingsvermogen van de toetredende onderneming in hoeverre de wet- en regelgeving een zegen óf een vloek is. In de interviews is getoetst in hoeverre dit in de praktijk ook zo ervaren wordt.

Stelling 4

1.	De wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt biedt kansen voor toetreders
2.	De wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt belemmert toetreders

De experts geven aan dat de wet- en regelgeving zowel voor- als nadelen kent. De stringenter wordende regelgeving als gevolg van de kredietcrisis zorgt voor verschuivingen in de bancaire sector. De hogere kapitaalreserves die banken aan moeten houden kan ertoe leiden dat er minder en/of selectiever vastgoed gefinancierd wordt in de toekomst. Een gevolg hiervan kan zijn dat de traditionele banken risicovoller vastgoed, naar de maatstaven van de wet- en regelgeving, in mindere mate gaan financieren. Uit de interviews komt naar voren dat de alternatieve financiers dit zien als een potentieel gat in de markt. De experts geven niet aan in hoeverre de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt hierin verschilt ten opzichte van andere landen.

Zoals de theorie stelt, verwachten de experts dat door de geleidelijke intrede van de reguleringen er geen shockeffect zal optreden. Uit de interviews blijkt dat de alternatieve financiers deze mogelijk terugtrekkende beweging van de banken als een kans zien, maar hier nog niet concreet voorbereidingen voor aan het treffen zijn.

De banken geven aan de gevolgen van Basel IV nog niet volledig inzichtelijk te hebben. De alternatieve financiers stellen pas beleid te gaan maken wanneer de implicaties van Basel IV helder zijn.

Uit de interviews komt ook naar voren dat de toenemende en ingewikkelder wordende wet- en regelgeving een kosten opdrijvend effect heeft voor de banken en verzekeraars. De toenemende wet- en regelgeving maakt dat er veel tijd en geld besteed moet worden om de reguleringen te interpreteren en te vertalen in beleid. Dit kan ervoor zorgen dat de focus, motivatie en winstgevendheid op vastgoedfinancieringen verminderd. Het beleid van de banken en verzekeraars zal door de wet- en regelgeving niet drastisch veranderen, maar naar alle waarschijnlijkheid wel een negatieve invloed hebben op de risico-rendement berekening. Hierdoor kan het zijn dat de financieringscondities aangepast dienen te worden. Doordat de wet- en regelgeving op mondiaal niveau wordt uitgerold verwachten de banken weinig onderlinge verschillen. Daarentegen zien de alternatieve financiers bovenstaande ontwikkelingen als een mogelijke kans om een eventueel terugtrekkende beweging vanuit de banken op te vangen.

In lijn met de theorie zijn de alternatieve financiers van mening dat veranderingen in formele instituties kansen zouden kunnen bieden op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. (Jansson, 2007) De experts beweren dat een alternatieve financier bij toetreding aanpassingsvermogen nodig heeft om een concurrentievoordeel uit de veranderende instituties te behalen. De experts zijn tevens van mening dat doordat de Nederlandse vastgoedmarkt een volwassen markt is de impact van wet- en regelgeving beter opgevangen kan worden dan in minder ontwikkelde markten. Zowel theorie als praktijk stellen dat dit feit de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt aantrekkelijker, en minder risicovol, maakt dan minder ontwikkelde markten.

De wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt biedt kansen voor toetreders

Stelling 5

1.	Informele instituties zijn een doorslaggevende factor voor eventuele markttoetreding
2.	Informele instituties zijn een gegeven bij de keuze voor eventuele markttoetreding

De experts stellen dat informele instituties een invloed kunnen hebben op de keuze én wijze van markttoetreding, maar normaliter niet doorslaggevend zijn. Dit heeft er mede mee te maken dat de Nederlandse vastgoedmarkt bekend staat als professioneel, open- en internationaal. Aansluitend is de vergelijkbare (werk)cultuur met omliggende landen geen reden om aan te nemen dat de Nederlandse markt een andere aanpak vereist.

Informele instituties vormen geen doorslaggevend onderscheidende factor in de aantrekkelijkheid van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. De experts geven aan dat, ingegeven door de stevige concurrentie, de snelheid van handelen en het professionalisme in de markt eerder een gegeven is dan uitzondering.

De Nederlandse formele- en informele instituties zijn vergelijkbaar met die uit het Verenigd Koninkrijk. In tegenstelling tot Duitsland, is de Nederlandse markt meer open. Er wordt ingeschat dat informele instituties van beperkt belang zijn bij de keuze om een markt wel- of niet te betreden. De Nederlandse cultuur, waaronder de relatief goede beheersing van de Engelse taal, maakt het mogelijk voor alternatieve financiers om zaken te doen in Nederland zonder hier daadwerkelijk kantoor te houden. De ervaring leert dat het in Duitsland en België lastiger is om aan deals te komen zonder dat er lokaal kantoor gehouden wordt.

Hoewel de informele instituties een rol spelen, en het een voordeel is wanneer deze overeenkomen met de normen en waarden van het toetredende bedrijf, zijn andere zaken van groter belang. Gezien de verdere professionalisering van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt, en de vele overeenkomsten met omliggende landen, worden informele instituties als een gegeven beschouwd.

Terugkijkend naar de literatuur van Berkhout en Zwart (2017), die stellen dat ‘zachte’ factoren de transactiekosten in het kredietproces beïnvloeden, komt de praktijk niet geheel overeen met de theorie. De experts geven aan dat de informele instituties in de Nederlandse markt dusdanig vergelijkbaar zijn met andere Europese landen dat aangaande markttoetreding hier verder geen voor- of nadeel aan verbonden is.

Informele instituties zijn een gegeven bij de keuze voor eventuele markttoetreding

5.3 Deelvraag 3

In hoofdstuk drie zijn de factoren behandeld die invloed hebben op de mogelijke wijze van markttoetreding. Daarnaast zijn ook de verschillende wijze waarop de markt betreden kan worden omschreven. De manier waarop een onderneming, alternatieve financier, de Nederlandse markt betreedt is afhankelijk van de kaders die de wet- en regelgeving stellen, de strategie die gehanteerd wordt, de informele instituties en de samenstelling van de markt.

Stelling 6

1.	De wijze van markttoetreding is in grote mate afhankelijk van de samenstelling van de markt
2.	De wijze van markttoetreding wordt onafhankelijk aan de samenstelling van de markt bepaald

Uit de interviews blijkt dat de experts de Nederlandse vastgoedmarkt een lokale markt vinden. Zoals ook in hoofdstuk drie is beschreven is specialistische kennis van (deel) markt(en) en het hebben van een lokaal netwerk noodzakelijk. Voor buitenlandse investeerders zou het ontbreken aan deze componenten aan kunnen voelen als een barrière, waarvoor samenwerking met een lokale partij als oplossing kan dienen. Het ontbreken aan (lokale) expertise wordt door de experts als een drempel gezien. Deze kan, naast de samenwerking met een lokale partij, ook opgelost worden door een vastgoedadviseur in de hand te nemen of een lokaal kantoor te openen. Een voorbeeld hiervan is de samenwerking tussen verzekeraar Allianz en ABN Amro voor de financiering van het Atrium in 2017.

De toetredingsstrategie is afhankelijk van het type financier. Het doel van de financier is bepalend in de strategiekeuze tot markttoetreding. Factoren die het beleid ten aanzien van vastgoedfinancieringen kunnen beïnvloeden zijn, de aanwezigheid van concurrentie; kosten bij het betreden van de markt; wet- en regelgeving; transparantie en het potentieel van de markt. Alternatieve financiers betreden bij voorkeur de markt zonder een partnership aan te gaan. Alle alternatieve financiers stellen in de interviews dat op het moment dat er wordt besloten om de markt te betreden er geconcurrereerd kan worden op het gebied van prijs en snelheid. Daarentegen, wanneer de situatie zich voordoet dat een strategische alliantie voordeliger is, of benodigd om te participeren in een deal, wordt dit niet bij voorbaat uitgesloten.

Opvallend is dat een aantal experts opmerkt dat de relatie tussen de traditionele banken en kredietnemers van oudsher sterk is in de Nederlandse markt. Als gevolg van de crisis, waarin de Nederlandse banken over het algemeen bestaande klanten bleven bedienen, is deze band versterkt. De experts zien deze onderlinge loyaliteit als een additioneel concurrentienadeel.

De alternatieve financiers geven aan dat de structuur, snelheid en accurate werkwijze bij een transactie van belang is. Uit de interviews blijkt dat in relatie tot een aantal Europese landen de Nederlandse markt op deze vlakken een voordeel heeft. Een nadeel van een ontwikkelde en professionele markt is dat toetredende partijen op andere gebieden, zoals bijvoorbeeld pricing, een concurrentievoordeel dienen te behalen. Deze gaat vaak ten koste van de winstgevendheid.

De wijze van markttoetreding is in grote mate afhankelijk van de samenstelling van de markt

5.4 Tabel bevindingen

Onderstaande tabel toont de factoren die invloed uitoefenen op de keuze van alternatieve financiers om toe te treden tot de Nederlandse markt. De linker “theorie” kolom geeft aan in hoeverre de factoren die in de theorie benoemd worden in positieve of negatieve mate invloed uitoefenen op de bereidheid van alternatieve financiers om toe te treden. De linker “praktijk” kolom geeft aan in hoeverre de experts in de interviews aangegeven of de factor een positieve of negatieve invloed uitoefent op de bereidheid van alternatieve financiers om toe te treden. De rechter theorie en praktijk kolommen tonen de mate van invloed op de keuze tot toetreding. Hierbij geldt dat de factor met het cijfer 1 de meeste invloed heeft en de factor met het hoogste cijfer de minste invloed. De score kolom schetst het gecombineerde resultaat tussen de impact maal de prioriteit, waarmee de meest invloedrijke factoren voor de Nederlandse markt naar voren komen.

Factoren	Theorie			Praktijk		
	Impact	Prioriteit	Score	Impact	Prioriteit	Score
Fase vastgoedcyclus	+	1	1	++	1	1
Formele instituties	+/-	3	4	+/-	5	6
Informele instituties	++	4	2	+/-	10	9
Wijze van toetreding	+/-	2	2	+/-	8	8
Transparantie	++	7	7	++	6	4
Toegankelijkheid	+	8	8	++	7	6
Kredietproces	++	6	6	++	2	2
Hefboomeffect	++	5	4	++	3	3
Geografische ligging	n/a	n/a	n/a	+	9	8
Vraagzijde	n/a	n/a	n/a	+/-	4	4

Tabel 3 Samenvattende weergave van de expert bevindingen

++	In grote mate een positieve invloed op de bereidheid tot toetreding
+	Een positief invloed op de bereidheid tot toetreding
+/-	Afhankelijk van de context een positieve of negatieve invloed op toetreding
-	Een negatieve invloed op de bereidheid tot toetreding
--	In grote mate een negatieve invloed op de bereidheid tot toetreding

Tabel 4 Betekenis symbolen

Tabel 3 toont dat theorie en praktijk zowel overeenkomsten als verschillen kennen. De literatuur en experts geven aan dat de fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt de meest invloedrijke factor is. Dit valt te verklaren uit het

feit dat de staat van de vastgoedmarkt in hoge mate richting geeft aan de overige benoemde factoren. In een van de interviews, met een investeringsbank, kwam naar voren dat de marktverwachtingen op zowel de kapitaal- als vastgoedmarkt bepalend zijn voor de financieringsstrategie. Verder is opvallend dat volgens de theorie informele instituties en de wijze van toetreding de aantrekkelijkheid van de markt stuurt. In de interviews bleek dat deze factoren doorgaans geen doorslaggevende factoren zijn. Een van de alternatieve financiers beschreef in het interview dat 'gunstige' informele instituties niet onbelangrijk zijn, maar wel ondergeschikt aan het merendeel van de overige factoren. Reden hiervoor is dat alternatieve financiers ervan uitgaan dat in de huidige opgaande vastgoedmarkt de concurrentie dusdanig hevig is dat acceptabele informele instituties vanzelfsprekend worden.

Het belang van een soepel kredietproces aangemerkt door de alternatieve financiers is een andere indicator dat de praktijk weerbarstiger is dan de theorie. Van Gool (2013) stelt dat een 'soepel' krediet proces in hoge mate een positieve invloed heeft op de bereidheid tot toetreding. Daarentegen, doordat andere indicatoren een hogere prioriteit hebben valt de invloed van het kredietproces in het totaalbeeld als gemiddeld aan te merken. Alternatieve financiers zijn van mening dat het kredietproces na de staat van de vastgoedcyclus de belangrijkste indicator is. Meerdere financiers gaven aan dat dit voornamelijk het proces beslaat waarbij een kredietnemer in gebreke raakt. Het relatief gunstige uitwinningproces dat de Nederlandse vastgoedmarkt kenmerkt draagt positief bij aan de bereidheid om de Nederlandse markt te betreden.

Opvallend is dat er twee factoren zijn die in het theoretisch kader onbenoemd zijn gebleven, maar wel herhaaldelijk in het praktijkonderzoek naar voren kwamen. Het betreft hier de indicatoren: geografische ligging en vraagzijde. Alternatieve financiers, voornamelijk de Duitse Pandbriefbanken, merkten op dat de nabijheid van Nederland op waarde wordt geschat. Door beperkte afstand kunnen er kosten worden bespaard op praktische zaken, zoals bijvoorbeeld bezichtigingen. Tevens zorgen factoren als omvang, bereikbaarheid en toegankelijkheid ervoor dat de toetredingskosten beperkt gehouden kunnen worden.

De vraagzijde van de markt wordt in het theoretisch kader beperkt toegelicht. Een aantal alternatieve financiers merkte op dat de aantrekkingskracht mede wordt bepaald aan de hand van het gedrag van kredietnemers. De bereidwilligheid van beleggers om de gebaande wegen te verlaten, de traditionele bankfinanciering, en voor een alternatieve financier te kiezen is een belangrijke graadmeter. Wanneer kredietnemers open staan voor alternatieve financieringen verhoogd dit de kans voor alternatieve financiers om financieringen uit te zetten. De laatste jaren, zeker in- en na de kredietcrisis, is duidelijk geworden dat marktpartijen opener staan voor alternatieve financiers.

5.5 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn de bevindingen uit het praktijkonderzoek gepresenteerd. De resultaten zijn aan de hand van stellingen tekstueel beschreven en vervolgens in een tabel samengevat. In het volgende hoofdstuk worden de resultaten geanalyseerd, conclusies getrokken en aanbevelingen voor vervolgonderzoek gegeven.

6. Conclusies en aanbevelingen

In deze thesis is aan de hand van theorie- en praktijkonderzoek onderzocht welke factoren de bereidheid tot markttoetreding voor alternatieve financiers beïnvloeden. Op basis van literatuuronderzoek is onderzocht welke strategische overwegingen de keuze tot toetreding beïnvloeden, is de staat van de vastgoedcyclus geanalyseerd en is in kaart gebracht welke wet- en regelgeving van toepassing is. Hieruit zijn een aantal stellingen opgemaakt die zijn getoetst bij experts werkzaam met vastgoed financiering. In dit hoofdstuk worden de conclusies gepresenteerd. Daarna zijn enkele beperkingen uiteengezet, worden er aanbevelingen voor vervolgonderzoek gedaan en volgt er een korte reflectie op dit onderzoek.

6.1 Conclusies

De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt:

Welke factoren beïnvloeden de bereidheid tot markttoetreding voor alternatieve vastgoed financiers?

De Nederlandse vastgoedmarkt biedt aan de hand van een aantal factoren verschillende kansen voor alternatieve financiers. In toevoeging op de al sterke vastgoedmarkt, onderscheidt de Nederlandse markt zich ook op het gebied van transparantie en toegankelijkheid. Een voorbehoud hierbij is wel dat de toetredende alternatieve financier in staat moet zijn om zich aan te kunnen passen aan veranderende (in-)formele instituties.

Uit het onderzoek komt naar voren dat alternatieve financiers een markt voornamelijk beoordelen op de cyclus in de vastgoedmarkt, de mate van transparantie, de mate van concurrentie en de hoogte van de kosten verbonden aan een toetreding. De wijze van toetreding is per onderneming verschillend en context afhankelijk.

Conclusie 1: De Strategie

De bereidheid van alternatieve financiers om tot de Nederlandse markt toe te treden is afhankelijk van meerdere factoren. Deze factoren zijn continue aan verandering onderhevig en zijn afhankelijk van zowel micro- als macro economische ontwikkelingen. Een alternatieve vastgoedfinancier analyseert een markt grondig voordat er besloten wordt toe te treden. In dit proces zijn er een aantal strategische overwegingen die deze keuze beïnvloeden.

Mogelijk invloedrijke factoren die in de theorie aan het licht komen zijn het gebruik van het hefboomeffect, het kredietproces, de transparantie en toegankelijkheid van de markt, wet- en regelgeving en informele instituties. In het praktijkonderzoek is naar voren gekomen dat bovengenoemde indicatoren voor alle alternatieve financiers in bepaalde mate invloed kunnen hebben. Desalniettemin, bepalen de context en het type financier welke strategische overweging(en) daadwerkelijk doorslaggevend zijn.

Naast het feit dat de huidige marktomstandigheden belangrijk zijn voor de keuze om de markt te betreden, is het voor alternatieve financiers tevens van enorm belang om naar de (korte termijn) toekomst te kijken. De huidige expansiefase waarin de vastgoedmarkt zich bevindt werkt ook de andere kant op. Alternatieve financiers zijn conservatiever over de macro economische vastgoedontwikkelingen in de komende jaren, en passen daar hun beleid op aan. De kansen op toetreding worden vergroot doordat de Nederlandse markt op meerdere fronten als stabiel wordt beschouwd.

De factoren die de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt kansrijker maken zijn onder andere het verloop van het kredietproces, de potentiële winstgevendheid, en de toegankelijkheid van de markt. Doordat de Nederlandse markt relatief klein en overzichtelijk is, verloopt het kredietproces vaak soepel. Ook is de wet- en regelgeving dusdanig ingericht dat mocht er zich een 'default' situatie voordoen er snel overgegaan kan worden op uitwinning. De rentemarges op de Nederlandse markt lopen nog iets achter vergeleken met omliggende landen, waardoor de verdiensten voor alternatieve financiers nog relatief gunstig zijn. Ook wordt de Nederlandse markt gezien als een toegankelijk markt. Door de goede beheersing van de Engelse taal voelen buitenlandse partijen zich thuis in de Nederlandse markt. Zoals ook blijkt uit de interviews zijn alternatieve financiers op zoek om risico's zoveel mogelijk te verleggen of mitigeren. In de interviews kwam naar voren dat factoren die de economische stabiliteit vergroten, bijvoorbeeld stabiele wet- en regelgeving, het executierisico verkleinen en daarmee een markt kunnen maken of breken.

In het praktijkonderzoek kwam naar voren dat de geografische ligging van Nederland een belangrijke factor is die de strategische overweging tot toetreding beïnvloed. De centrale ligging en goede infrastructuur maakt, naast andere factoren, van Nederland een interessante beleggingsmarkt.

Conclusie 2: De Toetredingsvorm

De wijze van toetreding is in hoge mate afhankelijk van de strategie die een alternatieve vastgoedfinancier toe wilt passen. Naast de interne beweegredenen van een onderneming is ook de samenstelling van de te betreden markt van invloed. Zo kunnen de mate van concurrentie, transparantie en de kosten van markttoetreding invloedrijke factoren zijn.

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt kenmerkt zich als een volwassen en ontwikkelde markt die traditioneel gezien gedomineerd wordt door de banken. Onderzoek heeft echter uitgewezen dat de samenstelling van Nederlandse markt positiever is dan die van omringende landen. Doordat ook de kosten van toetreding in Nederland niet hoger zijn dan in andere landen en de markt door zijn omvang overzichtelijk is, geven alternatieve financiers aan bij voorkeur de markt alleen te betreden.

Opvallend is dat de alternatieve financiers niet alle concurrentiefactoren van Porter (2008) benoemen als factoren die de wijze van toetreding kunnen bepalen. Zo wordt onder andere de vraagkant, *the power of buyers* (Porter, 2008), onderbelicht gelaten. In theorie is het aannemelijk dat het verhoogde aanbod aan vastgoedfinanciers tevens de prijzen doet verlagen. Hiermee verdampt de potentiële winstgevendheid van een toetredende financier en daalt de aantrekkelijkheid van de markt. Alternatieve financiers geven aan dat deze ontwikkeling nog geen invloed heeft op de toetredingsvorm en/of een negatieve invloed heeft op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse markt. Dit zou te verklaren kunnen zijn doordat de alternatieve vasttredende beleggingen momenteel schaars zijn en/of de huidige expansiefase een hoge vraag naar financieringen blijft veroorzaken.

Door de toenemende concurrentie op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt zijn toetredende ondernemingen bereid om samenwerkingsverbanden aan te gaan. Hoewel de alternatieve financiers aangeven bij voorkeur alleen te handelen, is het besef daar dat samenwerken een gevolg is van een volwassen concurrerende markt.

Conclusie 3: Wet- en Regelgeving

De wet- en regelgeving kan afhankelijk van het type financier een kans bieden of een belemmering vormen. De verzekeraars en banken zijn verplicht zich te houden aan de Solvency en Basel reguleringen. Het is nog onduidelijk in welke mate dit invloed zal hebben op het beleid van deze ondernemingen. Op het moment dat deze partijen besluiten zich minder en-/of specialistischer te richten op vastgoedfinanciering zal dit kansen kunnen bieden voor alternatieve financiers. De verwachting is dan ook dat dit een positief effect op de kansen op toetreding zal hebben. De wet- en regelgeving geldt dan ook als een belangrijke factor betreffende de keuze die een alternatieve financier maakt om een markt te betreden.

Overeenkomstig met de theorie stellen de alternatieve financiers dat de mate waarin een onderneming flexibel kan omgaan met de veranderende formele instituties van invloed is op de kansen van een succesvolle toetreding. Het beleid van de alternatieve financiers zal naar verwachting niet drastisch wijzigen door de stringentere wet- en regelgeving. Daarentegen, een onderneming moet in staat kunnen zijn om zich in voldoende mate aan te passen en daarmee concurrerend te blijven indien wet- en regelgeving veranderd.

6.2 Beperkingen

- De onderzoeksresultaten zijn slechts beperkt te generaliseren. De hoeveelheid interviews is onvoldoende om de resultaten voor de gehele vastgoedfinancieringsmarkt te generaliseren. Door minimaal één interview te houden met elk type alternatieve financier is geprobeerd het onderzoek zo breed mogelijk te toetsen;
- Door het gebrek aan data over de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is het niet mogelijk gebleken om kwantitatief onderzoek te verrichten. Om praktische redenen is er niet voor gekozen om zelf data te genereren aan de hand van, bijvoorbeeld, enquêtes. Er is getracht het gemis van een kwantitatieve onderbouwing te verminderen door de resultaten uit de expertinterviews voor te leggen aan onafhankelijke experts;
- De betrouwbaarheid en validiteit van het onderzoek is tot op zekere hoogte te garanderen. Het valt echter niet uit te sluiten dat de respondenten sociaal wenselijke antwoorden hebben gegeven. Om de betrouwbaarheid en validiteit van het onderzoek te vergroten zijn de interviewresultaten voorgelegd aan een onafhankelijke expert. Hiermee is getracht de resultaten zo onafhankelijk en onbevooroordeeld mogelijk te maken;
- Uit het expertonderzoek kwam naar voren dat de respondenten verwachten dat wet- en regelgeving in de toekomst een grotere impact op de vastgoedfinancieringsmarkt gaat hebben. Dit onderzoek gaat slechts beperkt in op de kwantitatieve gevolgen van wet- en regelgeving. Een kwantitatieve onderbouwing van wet- en regelgeving op de vastgoedtakken van de bancaire sector zou het onderzoek completer maken.

6.3 Aanbevelingen

Dit onderzoek heeft bepaalde inzichten opgeleverd die het waard zijn verder onderzocht te worden. In de volgende paragrafen wordt er een voorzet gedaan tot mogelijke aanbevelingen naar verder onderzoek, aansluitend op deze scriptie.

- In de expertinterviews kwam meermaals naar voren dat de recente ontwikkelingen op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt gelijkenissen vertonen met eerdere ontwikkelingen in de VS en VK. In dat kader zou het interessant kunnen zijn om deze gelijkenissen te verklaren aan de hand van kwantitatief onderzoek. Het zou mogelijk zijn dat er een zogenaamd 'ripple-effect' aan het ontstaan is waarbij de praktijken uit de ene markt langzaam overvloeien naar andere markten. Door te toetsen of dit het geval is in de Nederlandse

markt kan er tevens een inschatting worden gedaan over ontwikkelingen in de nabije toekomst. Hierop aansluitend zou de VaR (Value-at-Risk)¹³ berekening van de Nederlandse banken getoetst kunnen worden aan de hand van de verwachte ontwikkelingen op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt.

- De gevolgen van de meest recente wet- en regelgeving (Basel IV) zijn nog in onvoldoende mate onderzocht. Uit het literatuur- en praktijkonderzoek is gebleken dat de markt nog niet volledig op de hoogte is van eventuele implicaties. Redenen hiervoor zijn de recente definitieve publicatie van de regelgeving (dec-2017), de aanvang van de implementatie (2022) en de bezigheden omtrent huidige wet- en regelgeving (o.a. Basel III). Desondanks, kwam in de interviews naar voren dat er verwacht wordt dat Basel IV een significante impact gaat hebben op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Het verdient daarom een aanbeveling om te onderzoeken welk effect de Basel IV-regelgeving gaat hebben op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt.
- Dit onderzoek heeft de vastgoedfinancieringsmarkt vanuit de aanbodzijde geanalyseerd. Gedurende de expertinterviews kwam meermaals naar voren dat de aantrekkingskracht van de Nederlandse markt, en de strategie waarop de markt betreden wordt, mede afhankelijk is van de vraag vanuit de markt. De toenemende concurrentie geeft kredietnemers de keuze om meerdere (alternatieve) financiers tegen elkaar uit te spelen om daarmee de meest gunstige financiering condities te behalen. Het valt aan te bevelen de invloed van de vraagzijde op de strategie van (alternatieve) vastgoedfinanciers te onderzoeken.

6.4 Reflectie

De beperkte hoeveelheid aan wetenschappelijke informatie over de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt maakte dat ik ervoor koos het institutionele kader omvangrijk te maken. Doordat er in het institutionele kader veel onderwerpen besproken zijn, kwam de realisatie dat er vele factoren van invloed zouden kunnen zijn op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Vervolgens boden de interviews de kans om de relevantie en aanwezigheid van de factoren te toetsen. Hoewel de omvang van het institutionele kader in deze scriptie aanzienlijk is, ben ik hier achteraf content mee. Mede door het uitgebreide wetenschappelijke kader kon er in de expertinterviews meer diepgang plaatsvinden, wat de kwaliteit van de interviews verhoogd heeft. Uiteindelijk kwamen de factoren die van invloed zijn op de aantrekkingskracht van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt zowel in de theorie, als de praktijk, naar voren.

Daarentegen is het interessant dat er in de expertinterviews factoren naar voren zijn gekomen die in het institutioneel kader niet aan bod kwamen. Dit toont de diversiteit karakter van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Daarmee wordt de externe validiteit van dit onderzoek wel getest. De verschillen in de financieringsmarkt maken dat de gevonden factoren niet een-op-een op een andere markt van toepassing zijn. De resultaten uit dit onderzoek zijn dan ook beperkt te generaliseren.

Dit onderzoek kan als, theoretisch, raamwerk dienen voor het verrichten van verder onderzoek naar zowel de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt als andere markten. Het verkennende karakter van dit onderzoek heeft als voordeel dat er een ruim theoretisch kader geschreven is die handvaten biedt voor verder onderzoek.

¹³ De 'value at risk' is een kapitaalvereiste voor de bancaire sector en komt aan de orde in de richtlijnen van het Basel Committee.

7. Bibliografie

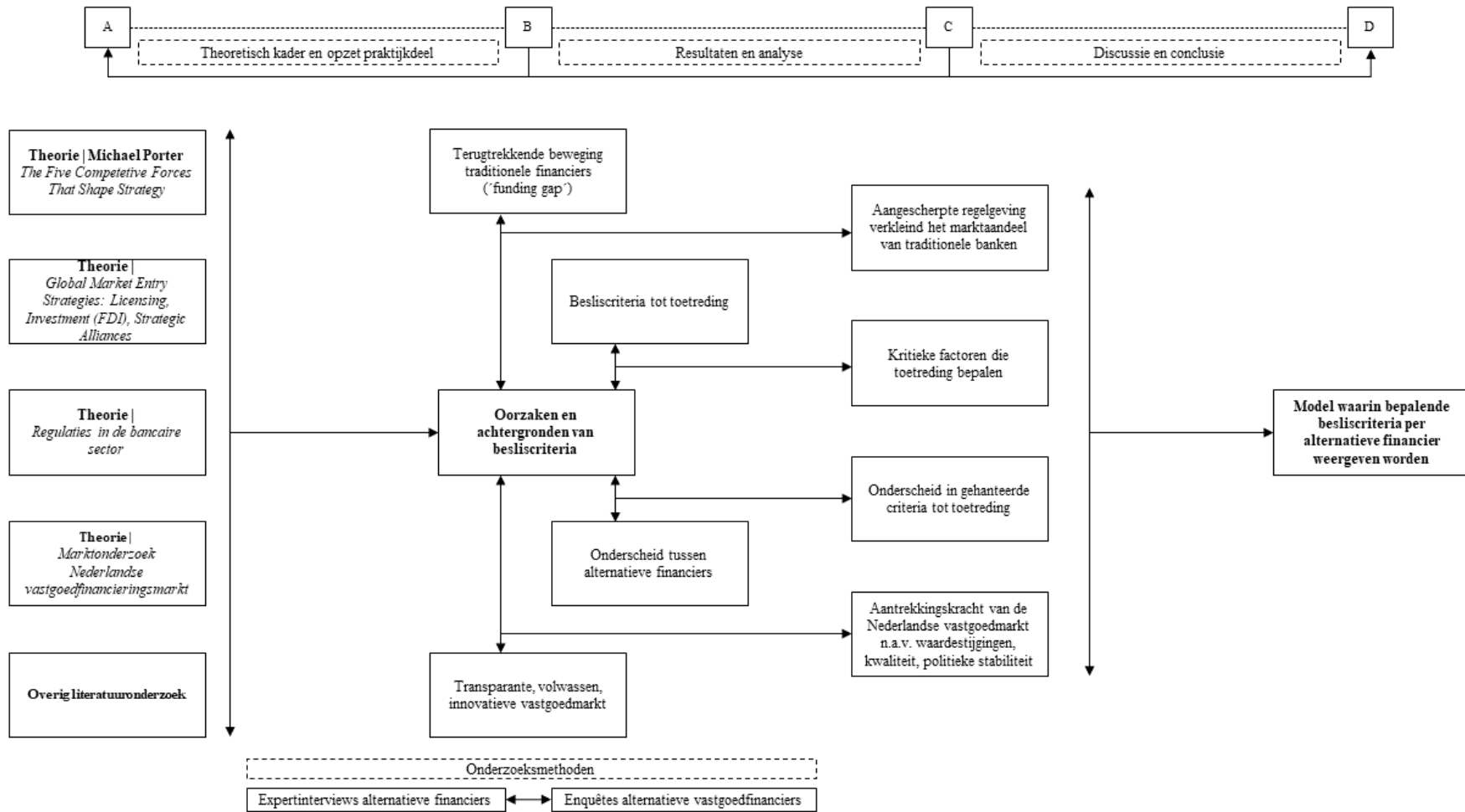
- Achrol, R. S. (1991). Evolution of the Marketing Organization: New Forms for Turbulent Environments. *Journal of Marketing*, 77 - 93.
- Agarwal, S., & Ramaswami, S. (1992).). Choice of foreign market entry mode: impact of ownership, location and internationalization factors. *Journal of International Business Studies*, 1 - 27.
- Ansoff, I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard Business Review*, 113 - 124.
- Anson, M. J., & Hudson-Wilson, S. (2003). Should One Use Leverage in a Private Equity Real Estate Portfolio? *The Journal of Portfolio Management*, 54-61.
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Peters, V., van der Velder, T., & de Goede, M. (2013). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek*. Groningen: Noordhoff.
- Baum, A. (2008). *The Emergence of Real Estate Funds*. London: LexisNexis.
- Berkhout, T. (2016). *Vastgoedfinanciering: klaar voor de toekomst*. Amsterdam: Congresbundel van de Stichting Fundatie Bachiene.
- Berkhout, T. M. (2012). Commercieel vastgoed financieren in een financiële. In T. Berkhout, & A. A. van Velten, *Vastgoedfinanciering in woelige tijden* (pp. 125-157). Stichting Fundatie Bachiene.
- Berkhout, T. M., & Zwart, P. H. (2017). *Basisboek vastgoedfinanciering*. Amsterdam.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics*, 1-15.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1998). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *Review of Economics and Statistics*, 1-15.
- Brounen, D., Veld, H. O., & Raitio, V. (2007). Transparency in the European Non-Listed Real Estate Funds. *Journal of RPM*, 107-118.
- Brueggeman, W. B., & Fisher, J. D. (2010). *Real Estate Finance and Investments*. New York: McGraw-Hill Higher Education.
- Buckley, P. J. (2002). Is the International Business Research Agenda Running Out of Steam? *Journal of International Business Studies*, 365 - 373.
- Campbell, R. D. (2002). Shareholder Wealth Effect in equity REIT restructuring transactions: sell-offs, merger and joint ventures. *Journal of Real Estate Literature*, 205 - 221.
- Cateora, D., & Graham, B. (2011). *International Marketing*. McGraw-Hill.
- CBRE. (2018). *Real Estate Market Outlook*. Amsterdam: CBRE.
- Cushman & Wakefield. (2018). *Global Investment Atlas 2018*. London: Cushman & Wakefield.
- Davis, E. P., & Zhu, H. (2011). *Bank lending and commercial property cycles*. Journal of International Money and Finance.

- Dehesh, A., & Pugh, C. (2000). Property Cycles in a Global Economy. *Urban Studies*, 2581 - 2602.
- DNB. (2012). *Jaarverslag 2012*. Amsterdam: DNB.
- DNB. (2016). *Meer transparantie nodig op de vastgoedmarkt*. Amsterdam: DNB.
- DNB. (2018). *Jaarverslag 2017*. Amsterdam: DNB.
- Dunning, J. H. (1980). Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests. *Journal of International Business Studies*, 9 - 31.
- Eckhardt, J. T., & Shane, S. A. (2003). Opportunities and Entrepreneurship. *Journal of Management*, 333 - 349.
- Fergus, J., & Goodman, J. (1994). The 1989-92 Credit Crunch for Real Estate: A Retrospective. *Real Estate Economics*, 5 - 32.
- Feringa, M. (2015). *De Nederlandsche-Pfandbriefbank. Goed idee?* Amsterdam: ASRE.
- Fuss, R., & Ruf, D. (2015). *Learning externalities in opaque asset markets: evidence from International Commercial Real Estate*. Mimeo.
- Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. M. (2013). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Mason: Oncourse Learning.
- Goldman Sachs. (2018). *Annual Report 2017*. New York: Goldman Sachs.
- Gool, P., van Jager, P., Theebe, M. J., & Weisz, R. M. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen : Noordhoff Uitgevers B.V.
- Gottlieb, M. (1976). The Behavior of the Real Estate Market in Long Local Cycles. *Long Swings in Urban Development*, 83 - 112.
- Greenwood, R., & Hinings, C. (1996). Understanding Radical Organizational Change: Bringing together the Old and the New Institutionalism. *The Academy of Management Review*, 1022 - 1054.
- Gründl, H., Dong, M., & Gal, J. (2016). The evolution of insurer portfolio investment strategies for long-term investing. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1 - 55 .
- Guttentag, J., & Herring, R. (1986). *Disaster myopia in international banking*. New Jersey: Princeton University.
- Herring, R., & Wachter, S. (1999). *Real Estate Booms and Banking Busts - An International Perspective*. Washington: Group of Thirty.
- Hilbers, P. (2013). *De Vastgoedlezing 2013*. Amsterdam: ASRE.
- Hoek-Gerritsen, S. (2015). *Schrijfgids voor economen*. Bussum: Coutinho.
- Huibers, F. (2012). *Alternative real estate finance, an investment opportunity for institutional investors*. Amsterdam: ASRE.
- ING. (2018). *Vastgoedbeleggingsmarkt op recordhoogte*. Amsterdam: ING.
- Jansson, H. (2007). *International business strategy in emerging country markets : the institutional network approach*. Cheltenham: Edward Elgar.

- Kerste, M., Poort, J., Risseeuw, P., & Rosenboom, N. (2011). *Sectorstudie Vastgoedfinanciering*. Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Kim, W. C., & Hwang, P. (1992). Global Strategy and Multinationals' Entry Mode of Choice. *International Business Studies*, 29 - 53 .
- Kim, W. C., Hwang, P., & Hill, C. W. (2010). An Eclectic Theory of the Choice of International Entry Mode. *Strategic Management Review*, 117 - 128.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *The Journal of Political Economy*, 211 - 248.
- Klapwijk, A., Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam: ASRE.
- KPMG. (2017). *Property Lending Barometer*. Amsterdam: KPMG.
- Kwon, Y., & Konopa, L. J. (1993). Impact of Host Country Market Characteristics on the Choice of Foreign Market Entry Mode. *International Marketing Review*, 60 - 76.
- Lewis, J. P., & Weber, B. (1965). *Building Cycles and Britain's Growth*. Michigan: Macmillan.
- Mackaaij, R., & Nozeman, E. (2014). *Projectfinanciering in crisistijd*. Amsterdam: ASRE.
- Madhok, A. (1997). Cost, Value and Foreign Market Entry Mode: The Transaction and the Firm. *Strategic Management Journal*, 39 - 61.
- Martinez, C. A., & Williams, C. (2012). An Extended View of Institutional Domains and Implications for the Multinational Enterprise. *Institutional Theory in International Business and Management, Advances in International Management*, 43 - 63.
- McAllister, P. (2000). Is direct investment in international property markets justifiable? *Property Management* , 25-33.
- McDonald, J. F. (1999). Optimal Leverage in Real Estate Investments. *Journal of Real Estate Finance*, 239-252.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 261-297.
- Morgan Stanley. (2018). *Annual Report 2017*. New York: Morgan Stanley.
- Newman, K. L. (2000). Organizational Transformation during Institutional Upheaval. *The Academy of Management Review*, 602 - 619.
- North, D. (1987). Institutions, Transaction Costs and Economic Growth. *Economic Inquiry*, 419 - 428.
- NVM Business. (2018, February 28). *NVM Business: 2017 goed jaar voor Nederlandse vastgoedmarkt*. Retrieved from NVM: <https://www.nvm.nl/actueel/persberichten/2018/02goed2017>
- Okina, K., Shirakawa, M., & Shiratsuka, S. (2001). *The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons*. Tokio: Bank of Japan.
- PGIM. (2018). *Fixed Rate Lending in the Dutch Property Market*. London: PGIM.

- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 25 - 41.
- PricewaterhouseCoopers. (1999). *Real Estate Cycle Methodology*. London: PWC.
- PropertyNL. (2018). *PropertyNL Top Financiers*. Amsterdam: PropertyNL.
- Renaud, B. (1995). *The 1985-94 Global Real Estate Cycle: Its causes and consequences*. California: The World Bank Financial Sector.
- Reuters. (2017, November 24). *Allianz and ABN Amro finance 'Atrium' office complex acquisition by Amundi Real Estate and Korean investors*. Retrieved from Reuters: <https://www.reuters.com/article/brief-allianz-and-abn-amro-finance-atriu/brief-allianz-and-abn-amro-finance-atrium-office-complex-acquisition-by-amundi-real-estate-and-korean-investors-idUSFWN1NU04J>
- RICS. (2015, Augustus 28). *Property Cycles*. Retrieved from RICS: <http://www.rics.org/nl/knowledge/glossary/property-cycles/>
- Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, Socialism, and Democracy*. New York and London: Harper & brothers.
- Scott, W. (2008). Approaching adulthood: the maturing of institutional theory. *Theory and Society*, 427 - 442 .
- Syntrus Achmea Real Estate Finance. (2018). *Outlook 2018-2020*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- Vastgoedjournaal. (2017, June 1). *Online vastgoedfinanciering aanvragen tot €10 miljoen bij ABN AMRO*. Retrieved from Vastgoedjournaal: <https://vastgoedjournaal.nl/news/31848/online-vastgoedfinanciering-aanvragen-tot-euro-10-miljoen-bij-abn-amro>
- Verschuren , P., & Doorewaard, H. (2007). *Het ontwerpen van een onderzoek*. Den Haag: Uitgeverij Lemma.
- Visschedijk, M. (2013). *A study on the background of the Dutch real estate finance funding gap and an elaboration on alternative funding*. Amsterdam: ASRE.
- Vlek, P. J. (2016). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*. Amsterdam: SPRYG Real Estate Academy.
- Westney, D. E. (2009). The multinational firm as an evolutionary system, in: Collinson, S., Morgan, G. *Images of the Multinational Firm.*, 117 - 144.
- Wheaton, W. C. (1999). Real Estate 'Cycles': Some Fundamentals. *Real Estate Economics*, 209 - 230.
- Wheaton, W. C., & DiPasquale, D. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets*. New York: Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.
- Wilkinson, S. J., & Reed, R. G. (2008). *Property Development*. New York: Routledge.
- Williamson, O. (1998). Transaction Cost Economics: How it works; Where it is Headed . *The Economist*, 23 - 58.
- Zhu, H., & Davis, P. (2004). *Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence*. Basel: BIS Working Papers.

Appendix 1 Schematisch onderzoek model



Figuur 8 Onderzoek model gemaakt door de auteur

Appendix 2 Getallenvoorbeeld van het hefboomeffect

- We investeren in een project 100, na jaar 1 is dit 110 waard. Het project rendement (r_p) is 10,0%.
- Een bank leent ons 70% (Loan-to-Value), zijnde 70 (VV) tegen een rente van 6%; we investeren dan 30 (EV) eigen vermogen.
- Na jaar 1 betalen we de bank 6% van de geleende 70, zijnde 4,2, en lossen de gehele lening af. We betalen de bank dus een totaalbedrag van 74,2.
- Na aftrek van de financieringskosten van de eindwaarde houden we $(110 - 74,2)$ 35,8 over op een initiële investering van 30. Dit zorgt voor een rendement op eigen vermogen (r_{ev}) van 19,3%.

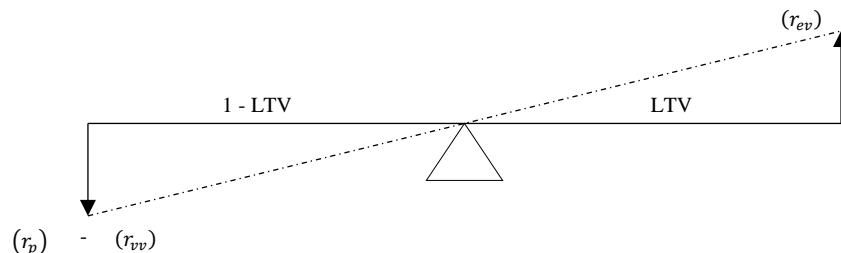
Jaar	Project	VV	EV
0	-100	-70	-30
1	110	74,2	35,8
IRR	10,0%	6,0%	19,3
	(r_p)	(r_{vv})	(r_{ev})

Jaar	Project	VV	EV
0	-100	-70	-30
1	104	74,2	29,8
IRR	4,0%	6,0%	-0,7%
	(r_p)	(r_{vv})	(r_{ev})

Tabel 5 Voorbeeldwerking hefboomeffect

Aan de rechterzijde van tabel 2 is de negatieve hefboomwerking uitgewerkt. In deze situatie stellen we dat wanneer het rendement van het project (r_p) kleiner blijkt te zijn dan de te betalen rente op het vreemde vermogen, het negatieve effect versterkt wordt. We stellen dat het rendement op de investering slechts 104, een (r_p) van slechts 4%, is. Het rendement op eigen vermogen (r_{ev}) wordt slachtoffer van de hefboom en resulteert in een negatief rendement van minus 0,7%.

In figuur 2 wordt een vereenvoudigde weergave de hefboom getoond. Een positieve hefboomwerking is alleen mogelijk als het rendement van het project (r_p) hoger is dan het rendement op vreemd vermogen (r_{vv}). Omdat dit effect ook andersom werkt verhoogt het aanwenden van vreemd vermogen het risicoprofiel van een project. (Vlek, 2016)



Figuur 9 Weergave van de werking van het hefboomeffect

Appendix 3 Achtergrond ‘Property Cycle Theory’

De Japanse kapitaalmarkt bloeide op in de jaren tachtig, waar in 1989 zelfs de titel ‘grootste exporteur ter wereld’ behaald werd. In 1982 begonnen vastgoedprijzen gematigd te stijgen, waarbij in 1987 de groei beduidend explodeerde met 80% t.o.v. een jaar eerder. (Okina, Shirakawa, & Shiratsuka, 2001) Een groot gedeelte van deze expansie werd gefinancierd met lange termijn kapitaal en gestimuleerd door de Japanse nationale bank. De toenemende internationale geldstromen hadden tevens zijn weerslag op de vastgoedsector. Renaud (1995) stelt dat er een sterke correlatie is tussen de stijging van de Japanse grondprijzen en de aanzienlijke verstrekking van krediet door de bancaire sector. Figuur 4 laat zien dat de centrale bank van Japan, Bank of Japan, stelselmatig het rentepercentage verlaagde wat een explosie aan vastgoedtransacties veroorzaakte.

Uitvoer datum	Oude rente percentage	Nieuwe rente percentage
30 Januari, 1986	5.00%	4.50%
10 Maart, 1986	4.50%	4.00%
21 April, 1986	4.00%	3.50%
1 November, 1986	3.50%	3.00%
23 Februari, 1987	3.00%	2.50%
24 Februari, 1987	2.50%	Gelijk tot 30 Mei 1989

Tabel 6 Verlaging rentepercentage trigger voor vastgoedbubbel. Bron: (Okina, Shirakawa, & Shiratsuka, 2001)

In vijf jaar tijd steeg het aandeel uitstaande vastgoedfinancieringen op balans van Japanse banken van 7% naar 17% in 1990. Bijkomend risico, zou later blijken, was dat de Japanse bancaire sector voornamelijk de waarde van het onderpand als zekerheid beschouwde. Doordat de overheid ook nog fiscale maatregelen nam, vennootschapsbelasting verlaging van 42% naar 30%, om vastgoedinvesteringen aantrekkelijker te maken, bleef de waarde van vastgoed stijgen. De Japanse overheid besloot in 1990 maatregelen te nemen tegen de continuerende groei. Eén van de maatregelen betrof het inperken van liquiditeit op vastgoedfinancieringen. Tezamen met mondiale onrust, o.a. onzekerheid over de Golfoorlog, kreeg de Japanse economie een aantal tegenslagen. Dit resulteerde in een ‘sneeuwbal-effect’ zoals eerder geportretteerd door Fergus en Goodman (1994). De vastgoedprijzen kelderden terwijl tegelijkertijd de mogelijkheid tot het verstrekken van nieuwe (her)financieringen door reguleringen zeer lastig was.

Herring en Wachter (1999) verklaren dat er een aantal maatregelen zijn die de risico’s verbonden aan de vastgoedcyclus kunnen mitigeren. De opkomst van vastgoedfondsen (‘REIT’¹⁴), die traditioneel gezien met een hoge allocatie eigen vermogen (ca. 65%) werken, is reeds een stap die het risico doet afnemen. (Visschedijk, 2013) Het lagere aandeel vreemd vermogen zorgt voor relatief minder risicovolle keuzes. Tevens stellen Herring en Wachter (1999) dat er meer verantwoordelijkheid bij de financiële instanties dient te

¹⁴ Real Estate Investment Trust.

liggen. Zo kan de overheid maatregelen nemen die voorkomen dat er financiële partijen ontstaan die dusdanig veel invloed ontwikkelen dat de economische impact bij faillissement desastreus is. Daarnaast dienen partijen zelf zorg te dragen voor grondige data-analyses die voorkomen dat een business case faalt door nalatigheid.

Herring en Wachter (1999) houden ook de rol van de toezichthouder tegen het licht. De toezichthouder zou zich meer moeten richten op de eventuele economische positie van financiële instanties op het moment dat de markt verslechterd. De Europese Commissie tracht middels strikter toezicht door regelgeving de risico's die financiële instanties lopen in te schatten en waar mogelijk te mitigeren. Een voorbeeld van dit soort reguleringen zijn de Basel-akkoorden. Hierin worden financiële instanties o.a. strengere kapitaaleisen, een hogere kapitaalbuffer en een bonus-cap opgelegd. Echter, ook deze maatregelen kunnen 'disaster myopia' niet uitsluiten. Op het moment dat de ingeschatte risico's onderschat worden kan dit fenomeen wederom optreden.

De economen Davis en Zhu (2004) onderzoeken op macro-economische schaal de relatie tussen de financierings- en commercieel vastgoedmarkten. Ze komen tot de conclusie dat deze twee markten onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. De bereidheid van beleggers tot investeringen is te relateren aan de financieringsbereidheid en fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt. Op korte termijn, stellen Davis en Zhu (2004), zorgen waardeinstijgingen ervoor dat de waarde van het onderpand van de uitstaande vastgoedleningen stijgt en daarmee de kans op verzuim daalt. De (vastgoed)resultaten van een bank kunnen op korte termijn hierdoor verbeteren door een daling in niet-presterende leningen¹⁵ en minder strenge eisen ten aanzien van het aanhouden van reserves.

In zijn algemeenheid concluderen Davis en Zhu (2004) dat macro-economische ontwikkelingen van invloed zijn op vastgoedprijzen en beschikbaarheid van krediet. De *financial accelerator*, eerder verondersteld door Bernanke et al. (1996) en Kiyotaki en Moore (1997), wordt aangewakkerd door economische factoren buiten de vastgoedcyclus. De neerwaartse spiraal in de vastgoedcyclus, die vroeg of laat volgt na een sterke stijging in vastgoedprijzen, is volgens Davis en Zhu (2004) niet geheel op te vangen door de kredietgevers. Mitigerende factoren om het risico op financiële schade tijdens de neerwaartse spiraal te verminderen kunnen zijn (i) het instellen van een limiet op de Loan-to-Value ratio; (ii) correctie op de waardering van vastgoed tijdens explosieve groei; (iii) aanhouden van reservekapitaal om eventuele tegenslagen op te vangen.

Bovenstaande onderzoeken tonen aan dat financieringen en vastgoed cycli met elkaar verbonden zijn. Daarop aansluitend tonen Fergus en Goodman (1994) de relatie tussen de vastgoedmarkt en kapitaalmarkt aan. In de periode 1989 – 1992 vonden deze onderzoekers een sterk verband tussen financieringsaanvragen en ontwikkelingsactiviteiten. Hiermee komt het vliegwieleffect van Wheaton (1999) terug in het onderzoek van Fergus en Goodman (1994), zij het op een andere wijze. Deze stellen namelijk dat een opwaartse vastgoedmarkt een sneeuwbal effect in kredietvoorwaarden kan veroorzaken. De voorwaarden voor het verstrekken van een financiering worden in hoge mate bepaald door de waardering van de zekerheidsstellingen, waaronder de waarde van het onderliggende vastgoed. In een opgaande vastgoedmarkt stijgen de waarderingen van zekerheidsstellingen wat zal uitvloeien in gunstigere kredietvoorwaarden. Hierdoor zal het aanbod van krediet toenemen, wat een verdere verbetering van financieringscondities

¹⁵ Non-Performing Loans (NPL): leningen waar niet meer aan de financieringsverplichting voldaan kan worden.

veroorzaakt. Dit zal resulteren in een nog snellere opwaartse trend in vastgoedprijzen, welke uiteindelijk overaanbod zal veroorzaken. Vanaf dit moment zal de neerwaartse trend het aanbod van krediet doen opdrogen en financieringscondities verslechteren. Deze cyclus kan uitmonden in een kredietcrisis waarbij vastgoedfinanciering zeer lastig te verkrijgen is. Bernanke et al. (1996) stellen dat begin jaar negentig de vastgoedmarkt slachtoffer werd van het bovengenoemde fenomeen, ook wel de *financial accelerator* genoemd. De relatie tussen de kapitaalmarkt en vastgoedmarkt werd onomstotelijk bewezen en verder onderzocht door Kiyotaki en Moore (1997). Deze onderzoekers stellen dat relatief geringe wijzigingen in de kredietvoorwaarden, grote fluctuaties in vastgoedprijzen kunnen veroorzaken. Deze theorie werd in de jaren 90 door de praktijk bevestigd.

In de negentiger jaren werd de nationale en internationale vastgoedwereld gekenmerkt door exponentiele groei (>150%) gevolgd door een significante daling (>50%). Deze abnormale ontwikkelingen werden door Renaud (1995) gekenmerkt door zowel nationale als internationale elementen. Renaud (1995) stelt dat de Property Cyclus in de jaren 1980 – 1994 als een van de eerste cycli op wereldniveau actief was. De ongewone volatiliteit in de wereldwijde vastgoedprijzen werden door Renaud (1995) op basis van vier factoren verklaard: (i) liberalisering en deregulering in geldmarkten; (ii) ongezonde aanmoediging tot het gebruik van vreemd vermogen; (iii) werking van de vastgoedmarkt; (iv) globalisering. De internationale ontwikkelingen op de vastgoedfinancieringsmarkt zorgden ervoor dat er steeds meer kruisbestuiving tussen verscheidene markten ontstond. In de jaren tachtig en negentig stond de Japanse economie en vastgoedmarkt symbool voor bovenstaande ontwikkelingen.

Door het bestuderen van de vastgoed cycli in de periode 1980-1995 komen Dehesh en Pugh (2000) tot de conclusie dat er een internationale relatie is tussen vastgoed en financiering. Deze onderzoekers stellen dat nadat in 1973 het Bretton-Woods¹⁶ akkoord werd ontmanteld, er een periode volgde van globalisering, deregulering en toenemende internationale kapitaalstromen. Dit had tot gevolg dat concurrentie op de kapitaalmarkten toenam, waarmee de kosten (marge) voor vastgoedfinancieringen afnamen. De buitensporige beschikbaarheid aan krediet leidde tot een overinvestering in vastgoed. Deze fase in de vastgoedcyclus vertoont overeenkomsten met het eerste kwadrant, de vraag van gebruikers, uit het vier kwadranten model van Wheaton en DiPasquale (1996). Door de verbetering in de economie is de markt bereid een hogere huurprijs te betalen, wat de vraag naar vastgoed doet verhogen evenals de waarde. Door de relatief goedkope beschikbaarheid van vreemd vermogen zorgt het de *financial accelerator* beschreven door Wheaton (1999) voor een verdere explosieve groei. Wanneer de economische groei stagneert en de vraag naar gebruiksruimte afneemt, zal de vastgoedcyclus versnelt verslechteren zoals ook al eerder gesteld door Renaud (1995).

De waarde van het vastgoed wordt vastgesteld door de inkomsten van het object te spiegelen aan de (bruto) aanvangsrendementen. (Cushman & Wakefield, 2018)

De waardering van vastgoed speelt in het kader van vastgoedfinancieringen een grote rol. Zoals in hoofdstuk twee besproken kan het financieren van vastgoed invloed hebben op de waardering door middel van het hefboomeffect. Zo zal een partij die de beschikbaarheid heeft tot 'goedkope' financiering in theorie meer kunnen betalen voor een object door gebruik te maken van het hefboomeffect. Internationale, alternatieve vastgoedfinanciers zijn voornamelijk geïnteresseerd in financieringen boven de EUR >10 miljoen

¹⁶ Internationaal verdrag tussen 44 landen dat voorzorg in de invoering van een stelsel met vaste wisselkoersen.

Appendix 4 **Institutie ‘Vier lagen’ schema Olivier Williamson (1998)**

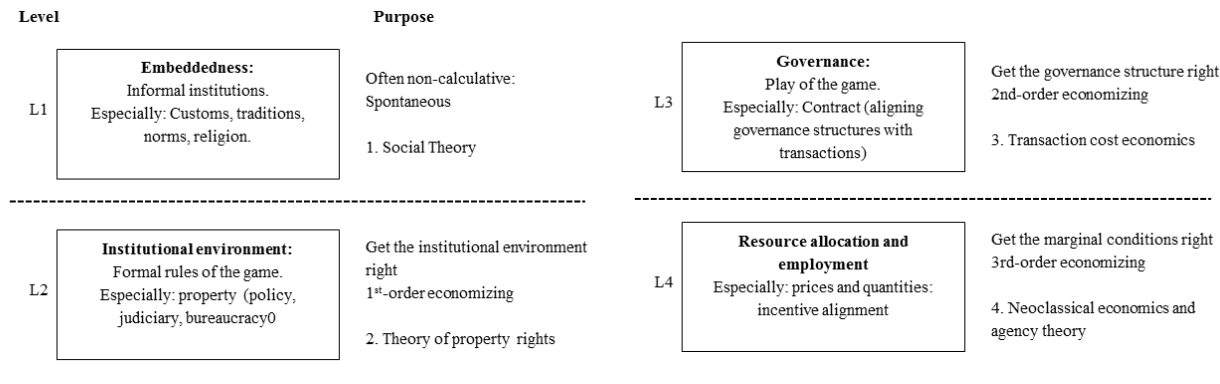
Olivier Williamson (1998) heeft een ‘vier-lagen’ schema ontwikkeld waarin de relatie tussen instituties en ondernemingen wordt aangeduid (zie figuur 10). De lagen uit de theorie worden hieronder kort omschreven.

Laag 1 – de normen, waarden en tradities van een samenleving. Deze worden ook wel samengevat in het woord ‘cultuur’. Het betreft hier zaken die niet juridisch zijn vastgelegd en waar individuen of bedrijven zich vaak niet eens bewust van zijn. De termijn waar op deze informele instituties veranderen wordt door Williamson (1998) op honderd jaar gesteld.

Laag 2 – de institutionele omgeving en regelgeving zijn het domein van laag 2. Deze formele instituties bepalen de kaders waarbinnen individuen en ondernemingen zich kunnen bewegen. Williamson (1998) stelt dat het zogenoemde ‘first order economizing’ in deze laag wordt vastgesteld. De wet- en regelgeving dient dusdanig efficiënt ingericht te worden dat ondernemingen op lagere niveaus hun werk kunnen uitvoeren.

Laag 3 – de randvoorwaarden en partijen die transacties coördineren komen aan bod in laag 3. De zogenoemde ‘institutionele arrangementen’, zijnde private partijen en contracten, kennen elk een optimale opbouw en structuur. Institutionele arrangementen zijn relatief maakbaarder vergeleken met lagen 1 en 2, vandaar dat Williamson (1998) van mening is dat er ‘slechts’ 10 jaar voor nodig is deze te veranderen. De meest efficiënte organisatievormen, ook wel ‘second order economizing’, worden door institutionele economen vastgesteld.

Laag 4 – de aanpassingen op microniveau zijn weergegeven in laag 4. Het betreft hier marginale veranderingen zoals personeel en de allocatie van bedrijfsmiddelen. Dit principe wordt ‘third order economizing’ genoemd en wijzigingen kunnen relatief snel doorgevoerd worden.

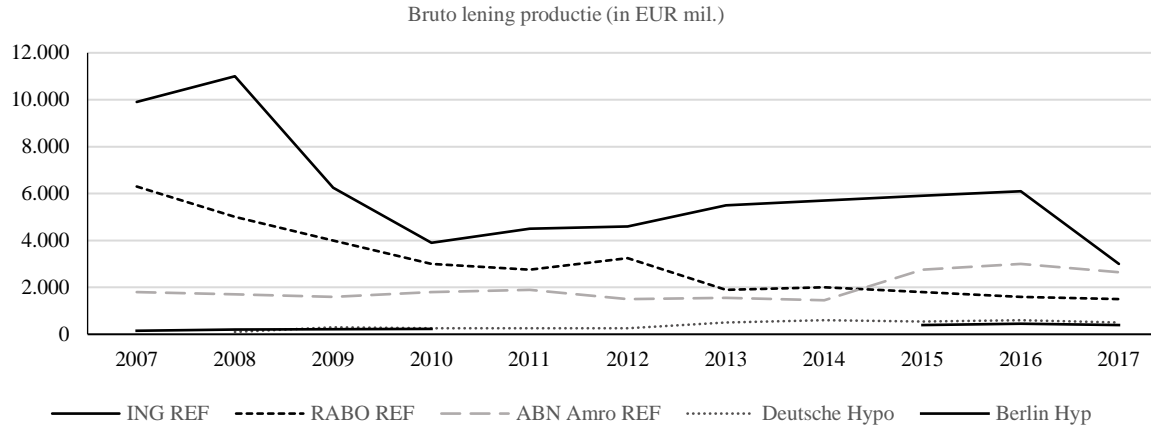


Figuur 10 Vierlagen schema betreffende de relatie tussen instituties en ondernemingen. Bron: Williamson (1998)

Appendix 5 Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt

Sinds de kredietcrisis van 2008 is de financiering van zowel bestaand vastgoed als project- en gebiedsfinancieringen complexer geworden. (Mackaaij & Nozeman, 2014) Mede door het gebrek aan vraag en de schaarste aan krediet is de financiële haalbaarheid van projecten teruggelopen. Daarnaast neemt de bereidheid van kredietverstrekkers om te financieren af wanneer er sprake is van slechte marktomstandigheden. (Wilkinson & Reed, 2008) Dit wordt mede veroorzaakt door aangescherpte kapitaal- en liquiditeit reguleringen (Basel II & III) naar aanleiding van aanhoudende problemen op de kapitaalmarkt. Bovenstaande redenen hebben zorg gedragen voor een kentering in het speelveld aan vastgoedfinanciers.

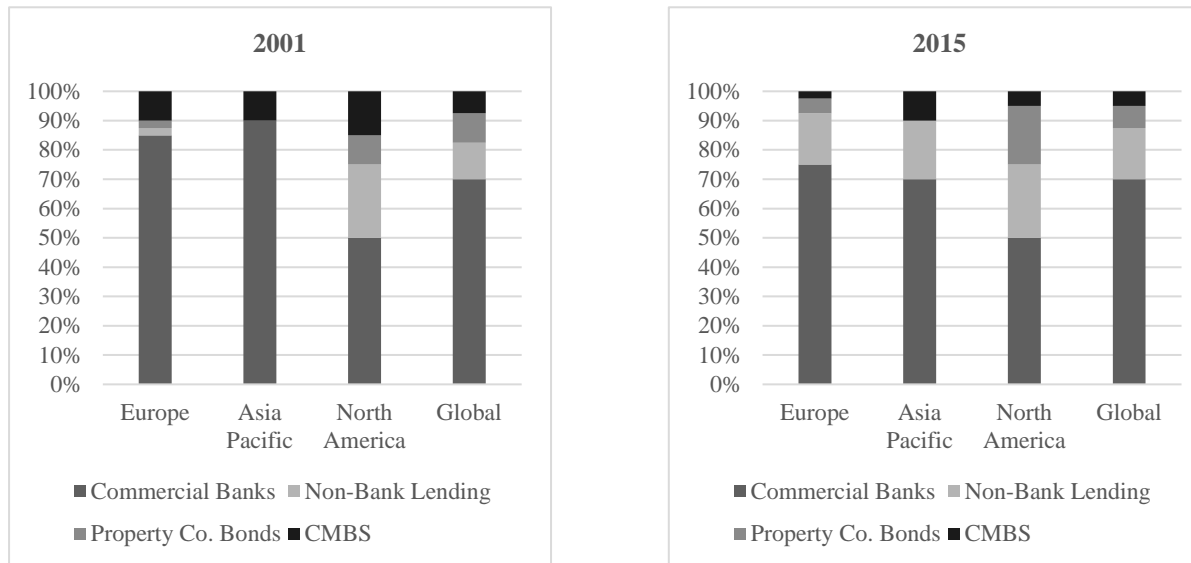
De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt wordt historisch gezien gedomineerd door de traditionele banken. (Kerste, Poort, Risseeuw, & Rosenboom, 2011) Het uitstaande volume aan commercieel vastgoedfinancieringen van de Nederlandse banken werd in 2012 door de DNB geschat op EUR 80 miljard. De DNB (2012) noemde dit bedrag 'onwenselijk' en benoemde dat de financiële huishouding 'kwetsbaar' was. Door het huidige dynamische speelveld aan vastgoedfinanciers is het lastig het uitstaande volume anno 2018 te bepalen. Een schatting van PropertyNL meldt dat het uitstaande bedrag aan commercieel vastgoedleningen op de balans van de drie traditionele grootbanken (Rabobank, ING, ABN Amro) EUR 72 miljard is. Hiervan is zo'n EUR 54 miljard gealloceerd in Nederland en EUR 18 miljard in het buitenland. (Klapwijk, Nijksens, & Buitelaar, 2017)



Figuur 11 Bruto lening productie grootste spelers op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt tot Q1 2017. Bron: PropertyNL

Figuur 7 laat zien dat de bruto lening productie – de productie van nieuwe leningen en herfinancieringen in een bepaald jaar - van de traditionele banken de afgelopen jaren dalende is. Ook is te zien dat twee alternatieve financiers, de Duitse Pfandbriefbanken Deutsche Hypo en Berlin Hyp, inmiddels al een aantal jaren op de markt aanwezig zijn. Dit is mede te danken aan het wegvallen van voormalig kapitaalcrachtige banken als SNS Bank (Propertize) en FGH Bank (geïntegreerd met Rabobank REF). Door het 'wegvallen' van deze partijen en het terughoudende karakter van de traditionele banken zijn er gaten in het Nederlandse vastgoed financieringslandschap ontstaan.

Onderzoek van verzekeraar PGIM (2018), zie figuur 8, toont bovengenoemde kentering, maar dan op Europees niveau. Het marktaandeel van de traditionele commerciële banken is sinds 2001 sterk teruglopen ten koste van alternatieve financiers. Waar in 2001 de traditionele banken ca. 85% van het uitstaande bedrag aan vastgoedfinancieringen op de balans hadden, is dit gezakt naar 70% in 2015. Dit toont aan dat het speelveld aan het veranderen is en verder internationaliseert.



Figuur 12 Verschuiving van het zwaartepunt in de verdeling van vastgoedfinancieringen periode 2001 – 2015. Bron: PGIM

Appendix 6 Huurprijsontwikkeling

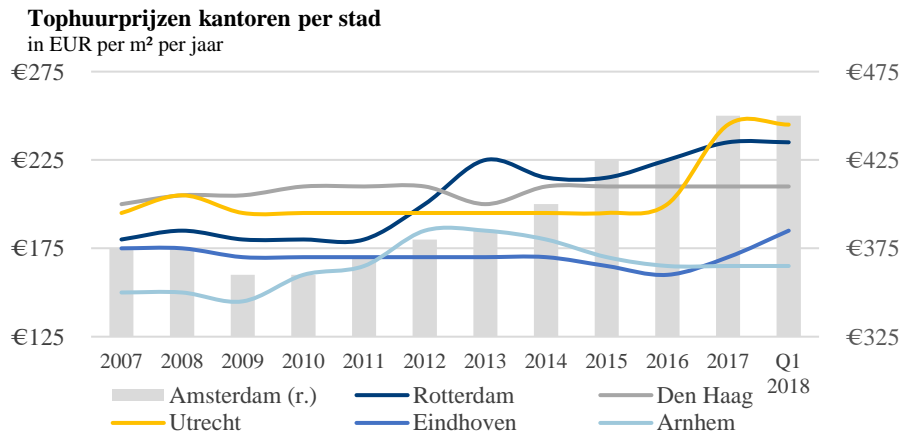
De (top)huren op de kantorenmarkt zitten de afgelopen jaren, sinds een periode van stabiliteit, in de lift. Voornamelijk in de Randstad is er door een groeiende vraag en dalend aanbod een sterke stijging in de tophuren. Ook in de huurprijsontwikkeling is de concentratie naar de Randstad, en dan voornamelijk de drie grote steden, duidelijk merkbaar. Sinds 2008 is de (top)huurprijsontwikkeling in Amsterdam (+ 20,0%), Utrecht (+ 19,5%) en Rotterdam, (+ 27,0%) significant hoger dan het gemiddelde (+1,5%)¹⁷. In onderstaande figuren is te zien dat de groei in de tophuren de afgelopen jaren aan het stagneren is. Waar de sterke groei in de periode 2013 – 2016 duidt op een expansiefase, is de stabiliserende groei van de afgelopen jaren kenmerkend voor een contractiefase.

Tophuurprijzen kantoorruimte

in €/m²/jaar, exclusief BTW en servicekosten

	ultimo 2015	ultimo 2016	ultimo 2017
Amsterdam	425	425	450
Utrecht	195	195	245
Almere	170	165	165
Rotterdam	225	235	235
Eindhoven	170	160	185
Arnhem / Nijmegen	150	145	165
Nederland (gem.)	131	132	134

Tabel 7 Tophuurprijzen kantoorruimte Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)



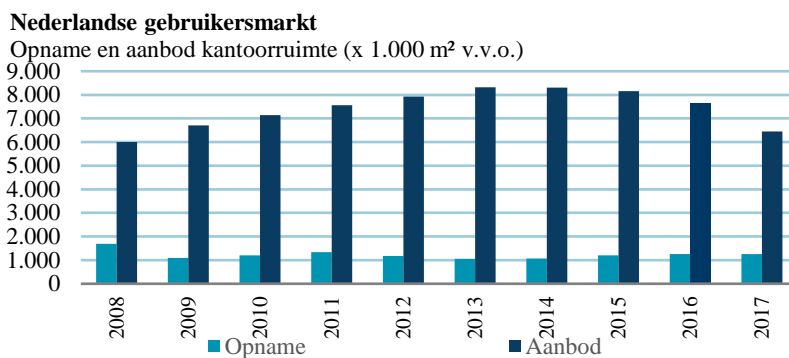
Figuur 13 Tophuurprijzen kantoorruimte Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)

¹⁷ NVM 2017, combinatie huurprijs van bestaande bouw en nieuwbouw.

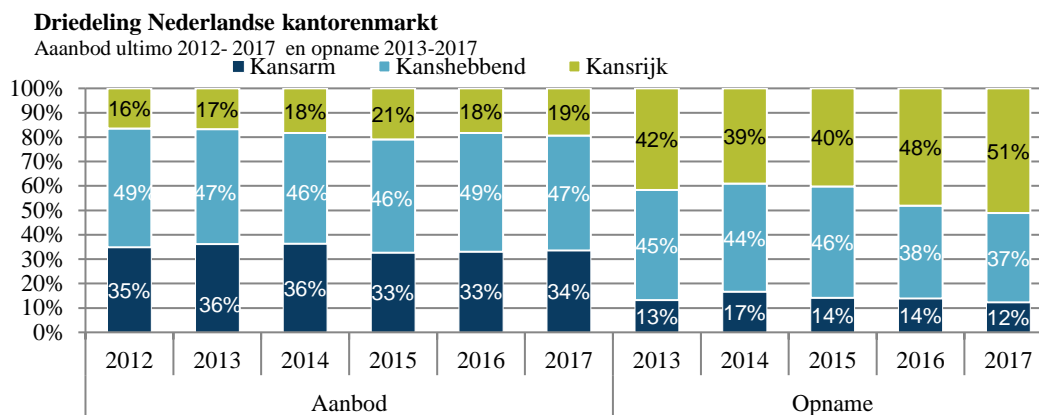
Appendix 7 Vraag en aanbod vastgoedmarkt

Aanbod De Nederlandse kantorenmarkt kenmerkt zich door een aantal ontwikkelingen. Sinds de kredietcrisis, waarin zichtbaar werd dat er een overschot aan kantoorruimtes in Nederland, is enerzijds de vraag toegenomen en het aanbod afgenomen (zie figuur 14). De leegstandpercentages lopen terug en door een groeiend aantal onttrekkingen uit de kantorenmarkt, a.d.h.v. herontwikkelingen en sloop, zal de voorraad kantoorruimtes verder dalen. Figuur 14 toont dat in de crisis jaren, 2008 – 2013, het aanbod aan kantoorruimte toenam terwijl de opname afnam. Deze ontwikkeling is kenmerkend voor een contractiefase waarin de bouwprojecten uit de expansiefase de markt bereiken, terwijl de vraag door economische omstandigheden verminderd. Het dalende aanbod is mede toe te wijzen aan overheidsbeleid waarin de herontwikkeling van kantoren gestimuleerd wordt en de uitgifte van bouwvergunningen voor kantoorontwikkelingen schaars zijn.

Vraag De verandering in de vraag naar kantoorruimte vanuit de gebruikersmarkt kan vanuit figuur 15 verklaard worden. De afgelopen jaren is de vraag naar kwalitatief hoogwaardige kantoorruimte dat geconcentreerd is in de Randstad sterk toegenomen. De opname van kantoorruimte is vergeleken met 2014 nog sterker geconcentreerd op kansrijke gebieden. Het label (kansarm, kanshebbend, kansrijk) van een kantoorruimte wordt o.a. bepaald aan de hand van locatie, gebouw kwaliteit, omliggende voorzieningen, bereikbaarheid. Het belang van omliggende voorzieningen, gezonde werkruimte, en openbaar vervoer faciliteiten is in toenemende mate bepalend voor de aantrekkelijkheid van een gebouw. Figuur 14 toont dat de opname van kantoorruimte vanaf 2013 in de lift zit. Dit is kenmerkend voor een expansiefase en kan mede verklaard worden door de economische groei.



Figuur 14 Opname en aanbod kantoorruimte Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)

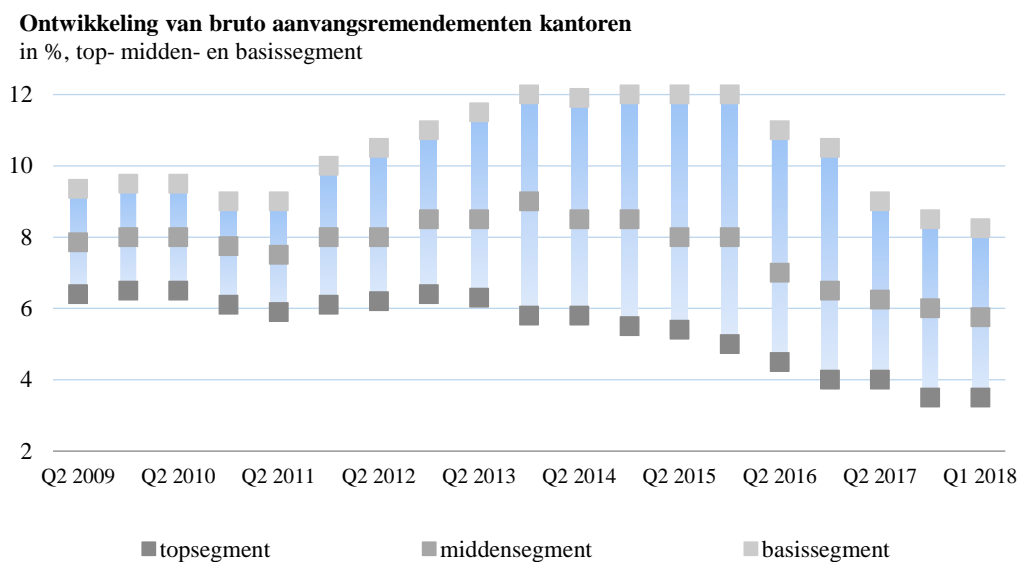


Figuur 15 Driedeling aanbod en opname kantoorruimte Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)

Appendix 8 Bruto aanvangsrendementen

Bruto aanvangsrendementen

De bruto aanvangsrendementen zijn vanaf medio 2013 inherent aan de stijgende vraag, het dalende aanbod en de stijgende huren, in een positieve stroomversnelling geraakt. Opvallend aan de ontwikkeling, vanaf 2009, in de bruto aanvangsrendementen zijn een drietal zaken. De spreiding tussen het top- en basissegment is groter geworden, de ontwikkeling in de bruto aanvangsrendementen zijn tussen de segmenten evenredig verlopen en de meest recente aanvangsrendementen liggen beduidend lager dan in de vorige piek. Daarnaast is de dalende trend enigszins aan het breken. De bruto aanvangsrendementen lijken enigszins te stagneren, een effect dat ook terug te zien is in de ontwikkeling van de tophuren. Daar waar de expansiefase een sterke daling in de aanvangsrendementen vertegenwoordigd, is er in de contractiefase slechts ruimte voor een lichte daling.



Figuur 16 Ontwikkeling van bruto aanvangsrendementen kantoren in Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)

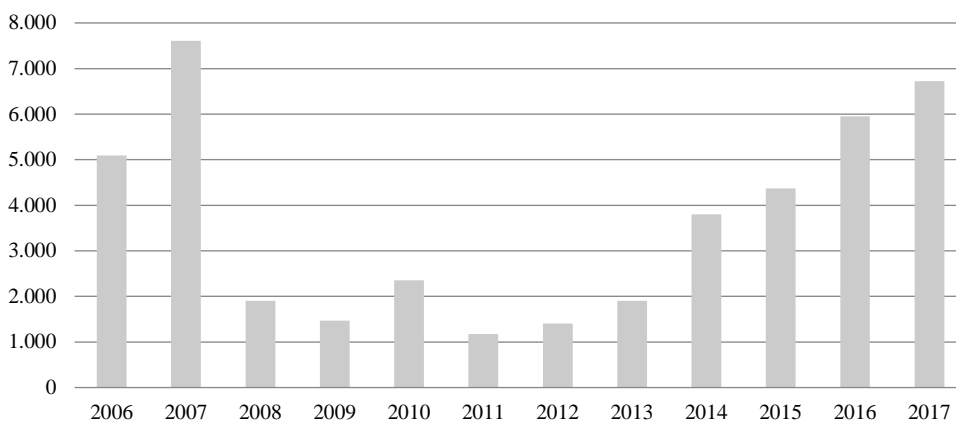
Appendix 9 Investeringsvolume

Investeringsvolume

Het vastgoedbeleggingsvolume in de Nederlandse kantorenmarkt is sinds 2013 sterk gestegen. Figuur 17 toont dat de crisis jaren een enorme impact op de beleggingen in Nederlandse kantoren hebben gehad. Enerzijds kampte de kantorenmarkt met leegstand, overaanbod en huurders die in de financiële problemen raakten. Anderzijds, werd het, om bovengenoemde redenen, lastiger vreemd vermogen op te halen om de aankoop van kantoren te financieren. Hierdoor daalde de vastgoedwaardes, en daarmee de bereidheid van investeerders om te beleggen in kantorenvastgoed.

Een opvallend verschil met de vorige piek is de samenstelling van de herkomst van de beleggers. Waar in 2008 nagenoeg 80% van de investeringen uit Nederlands afkomstig was, is dit percentage in 2017 teruggezakt naar een klein 40%. De meest opkomende investeringsvolumes komen uit Angelsaksische landen, met name het VK en de VS. Daarnaast is ook de opkomst van de Aziaten opvallend te noemen. Hoewel het aandeel procentueel gezien nog relatief klein is, is de stijgende trend duidelijk zichtbaar. Er is nog geen indicatie dat de beleggingsvolumes in 2018 af gaan nemen, een kenmerkende indicator voor de expansiefase.

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt Investeringsvolume kantoren (in mln EUR)



Figuur 17 Investeringsvolume kantoren Nederland (Cushman & Wakefield, 2018)

Appendix 10 Tekstuele beschrijving bij modelmatige weergave resultaten

Indicatoren	Theorie	Praktijk
1. Vastgoedcyclus	<p>De krediet- en economische cycli zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden en kunnen elkaar zowel stimuleren als afremmen. De bereidheid om te financieren stijgt op het moment dat het onderpand, vastgoed, meer zekerheid biedt. Het economische herstel na de kredietcrisis draagt er mede aan bij dat de interesse in vastgoed(financiering) de afgelopen jaren is toegenomen.</p> <p>De fase waarin de vastgoedcyclus zich bevindt kan aan de hand van verscheidene factoren afgemeten worden. Zo is de ontwikkeling in huurprijzen, aanvangsrendementen en vraag en aanbod indicatief voor de fase.</p>	<p>De sector bevindt zich al ver de cyclus. De exacte fase valt niet hard te bewijzen, maar de signalen duiden erop dat de expansiefase in volle gang is. Deze fase maakt de markt momenteel financieel aantrekkelijk voor zowel investeerders als financiers. Alternatieve financiers voelen zich aangetrokken door o.a. de lage rentestand, de gunstige 'spread' en continuerende waardeinstijgingen in de kantorenmarkt.</p>
2. Strategie	<p>De toetredingsstrategie kan van invloed zijn op de bereidheid om de markt überhaupt te betreden. Beperkte 'entry costs', samenstelling van de markt en de interne doelen bepalen op welke wijze een markt betreden wordt. Op het moment dat een onderneming een gebrek aan lokale marktkennis heeft en/of risico wilt delen ligt het voor de hand de markt te betreden middels een samenwerking. De meest voorkomende strategie van toetreding door alternatieve vastgoedfinanciers is diversificatie, ingegeven door het spreiden van risico's en bewerkstelligen van extra productie.</p>	<p>De laatste jaren is de concurrentie op de vastgoedfinancieringsmarkt aan het toenemen, mede door de intrede van alternatieve financiers. Desondanks is de Nederlandse markt nog altijd toegankelijker dan omliggende landen. De Duitse markt wordt gedomineerd door Duitse banken en verzekeraars, in België is het overgrote marktaandeel voor lokale banken en in het VK is de markt reeds overvol.</p> <p>Alternatieve financiers geven aan bij voorkeur de markt solitair te betreden. Voornamelijk de snelheid, de financiële aantrekkelijkheid en het gebrek aan product spelen hierbij een rol. Indien een alternatieve financier enkel aan een transactie kan komen door aan te haken, zal een samenwerkingsstructuur kunnen.</p>

<p>3. Informele instituties</p>	<p>Informele instituties kunnen de toetreding van een onderneming beïnvloeden op het moment dat een onderneming niet in staat is zich aan te passen. Anderzijds kan er een concurrentievoordeel behaald worden indien een onderneming zich wel kan aanpassen aan snel veranderende instituties.</p> <p>Een financier zal zich voornamelijk richten op de invloed van informele instituties op het kredietproces dat doorlopen moet worden. Indien de instituties een koste opdrijvend effect op het kredietproces hebben zal de kans kleiner worden dat de markt betreden zal worden.</p>	<p>Informele instituties vormen geen doorslaggevende rol in de keuze tot markttoetreding. Alternatieve financiers zijn van mening dat op dit gebied de Nederlandse markt vergelijkbaar is met omringende landen. De professionalisering en toenemende concurrentie op de vastgoedfinancieringsmarkt heeft er tevens voor gezorgd dat informele instituties een gegeven zijn.</p> <p>De alternatieve financiers geven aan dat informele instituties die invloed kunnen uitoefenen op het kredietproces, o.a. snelheid en transparantie, als een gegeven worden beschouwd. De instituties vormen als het ware de voorwaarden om zaken te doen.</p>
<p>4. Formele instituties</p>	<p>De ontwikkelingen in de formele instituties, de wet- en regelgeving, kunnen zowel voor- als nadelige effecten hebben op de kansen voor markttoetreders. Onder andere het type alternatieve financier, de doelen van de financier, de wijze van toetreding en het aanpassingsvermogen zijn van invloed op de impact van formele instituties.</p> <p>De Bazel III en IV-reguleringen en Solvency II hebben als doel de banken risico nog kritischer te benaderen, en meer kapitaal aan te laten houden om een eventuele crisis te weerstaan. De strengere kapitaalratio's voor banken en verzekeraars kunnen van invloed zijn op de concurrentievoordelen van eventuele toetreders. Continue veranderende formele instituties kunnen een koste opdrijvend effect</p>	<p>Formele instituties hebben volgens de experts een corrigerend effect. De wet- en regelgeving volgt de markt, en wordt in die zin pas opgesteld op het moment at er zaken gecorrigeerd dienen te worden. Deslaniettemin heeft wet- en regelgeving absoluut een effect op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse markt, maar voornamelijk op vastgoedfinanciering in zijn geheel.</p> <p>Doordat de wet- en regelgeving universeel is zijn de consequenties voor de Nederlandse markt afzonderlijk gering. Daarnaast stellen de experts dat het beleid van een alternatieve financier naar alle waarschijnlijkheid niet drastisch wordt beïnvloed door veranderende regelgeving.</p>

	veroorzaken doordat ondernemingen deze dienen te implementeren.	
--	-----------------------------------------------------------------	--

Aanvullende bevindingen	Praktijk
Geografische ligging	Alternatieve vastgoedfinanciers vinden de Nederlandse markt bij uitstek interessant door de geografische ligging van Nederland. De hoge mate van aanwezigheid van Duitse banken is mede om deze reden te verklaren. De centrale geografische ligging en goede bereikbaarheid is bijv. voordelig bij het bezichtigen van gebouwen.
Vraag sturend	Alternatieve vastgoedfinanciers zijn van mening dat de bereidheid tot toetreding mede beïnvloed wordt door de vraagzijde van de markt. De opstelling van de consumenten op de markt, de kredietnemers, kan de toetredende partijen van strategie doen veranderen. De strategie zou dusdanig kunnen veranderen dat een alternatieve financier besluit de markt niet te betreden.

Appendix 11 Vragenlijst

Inleiding

De interviews hebben als doel zo veel mogelijk marktinformatie te vergaren. De partijen welke geïnterviewd zullen worden representeren elk een type groep alternatieve financiers. De gestelde vragen zijn gebaseerd op de drie pijlers van het onderzoek en zijn allen gerelateerd aan de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. De drie pijlers van het onderzoek zijn:

- i) De huidige staat van de vastgoedmarkt;
- ii) De strategie tot het betreden van de vastgoedfinancieringsmarkt;
- iii) Wet- en regelgeving.

De partijen welke geïnterviewd worden representeren de volgende groepen financiers:

- i) Verzekeraar
- ii) Pfandbrief bank
- iii) Investment bank
- iv) Schuldfonds (“debt fund”)
- v) Traditionele bank

Vastgoedmarkt

1. In welke fase, uitgangspunt is het hiervoor uiteengezette PWC-model, denkt u dat de Nederlandse vastgoedcyclus zich momenteel bevindt?
Toelichting vraag 1: In 1999 heeft PricewaterhouseCoopers middels het “Real Estate Market Value Cycle” model getracht de vastgoedmarkt in verschillende fasen te verdelen. Dit model splitst de vastgoedcyclus in vier fasen op: i) recessiefase, ii) herstelfase, iii) expansiefase, iv) contractiefase.
2. In hoeverre wijkt naar uw mening de huidige cyclus af van voorgaande cycli? Indien deze afwijkt, zal deze terugkomen in een normaal patroon, en hoelang denkt u dat dit dan zal duren?
(Gemeten in een aantal jaren, ijkpunt bij deze vraag is 2013 als het einde van de vorige cyclus)
3. In hoeverre is het aannemelijk dat de Nederlandse kantorenmarkt na een periode van groei (expansiefase) een periode van (hevig) verval tegemoet gaat?
(Volume aan het einde van de vorige expansiefase 2007: € 7mld, ter vergelijking 2017: € 5.4mld).
4. In welke mate is de fase van de vastgoedcyclus bepalend voor het wel of niet actief worden/zijn in de vastgoedfinancieringsmarkt?
5. Op welke manier onderzoekt uw bedrijf in welke staat/fase de vastgoedcyclus bevindt?
6. Op welke manier tracht uw bedrijf zich te beschermen/voor te bereiden op een eventuele ‘recessie’ fase in de vastgoedcyclus?
7. In hoeverre verhoudt de fase van de vastgoedcyclus zich tot de ‘kwaliteit’ van een casus, en-/of wet- en regelgeving?
Vraag op ordinaal schaalniveau: 1) zeer zwak 2) zwak 3) evenredig 4) sterk 5) zeer sterk
8. Denkt u dat de huidige (record) investeringsvolumes een voorbode is voor een afvlakkende trend van de Nederlandse kantorenmarkt?
9. Verwacht u dat het volume aan vastgoedfinanciering van alternatieve financiers zal verminderen wanneer de markt in een mindere fase van de vastgoedcyclus terecht komt?
10. Denkt u dat er bovengenoemde alternatieven voldoende voorhanden zullen zijn een eventueel gat tussen de vraag naar vreemd vermogen en financiering door banken, deels of volledig, op te vullen?
11. In hoeverre heeft de huidige staat van de vastgoedcyclus invloed op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt t.o.v. andere Europese landen?

12. Is het waarschijnlijk dat er op de vastgoedfinancieringsmarkt een cyclus voor het financieren van prime kantoren, en een separate cyclus voor kantoren van mindere of slechte kwaliteit, zal blijven of ontstaan?
13. In hoeverre denkt u dat de Nederlandse kantorenmarkt, vergeleken met het Verenigd Koninkrijk en Duitsland als benchmarks, aantrekkelijk is voor toetredende financiers?
14. Mits de vastgoedmarkt zich conform de theorie wederom richting een contractiefase en eventuele recessiefase beweegt, welke van de volgende effecten zal dit volgens u op vastgoedfinanciering hebben;
 - a) Banken alloceren (substantieel) minder balansruimte aan vastgoedfinanciering;
 - b) Voorwaarden worden strikter;
 - c) Het volume zal dalen, waarbij voorwaarden (convenanten) strikter worden;
 - d) Ander(e) effect(en), namelijk....

Indien in uw (o.a.) antwoord a van toepassing is, zal dit in dezelfde mate gebeuren als in 2009-2010?

15. Mist er in het bovenstaande naar uw mening nog een belangrijke invalshoek?

Strategie tot markttoetreding

1. Op welke wijze heeft u de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt betreden?
Toelichting: market penetration; market development; product development; diversification
2. Indien er sprake was van een diversificatie strategie, op basis van welke grondslag is deze keuze gemaakt?
Toelichting: long term trends; contingencies; unforeseeable events
3. Indien er sprake was van een diversificatie strategie, heeft u dit dan gedaan middels een *strategische alliantie, joint-venture, fusie of overname*?
4. Wat waren de overwegingen om de vastgoedfinancieringsmarkt op deze wijze te betreden?
5. In hoeverre heeft de huidige staat van de vastgoedcyclus invloed op uw strategie m.b.t. vastgoedfinanciering?
6. In hoeverre is de vorm (strategie) van markttoetreding bepalend voor de vorm van financiering (strategie) per casus?
7. Welke factoren zijn bepalend voor de te kiezen strategie per casus?
Toelichting: Per financiering kan er bijv. gekozen worden om een strategische alliantie aan te gaan met een andere financier. Redenen hiervoor kunnen zijn: omvang financiering, gebrek aan ervaring met product, gebrek aan specifieke marktkennis, etc.
8. Mist er in het bovenstaande naar uw mening nog een belangrijke invalshoek?

Formele en informele instituties (wet- en regelgeving)

1. Welk effect denkt u dat regelgeving heeft op kredietverstrekking van Nederlandse kantoren?
2. In hoeverre verschilt de wet- en regelgeving op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt ten opzichte van vergelijkbare landen?

3. Hoe ervaart u de invloed van Solvency II? *Toelichting: Vraag voornamelijk voor verzekeraars.*
4. Hoe ervaart u de eventuele invloed van Bazel III? *Toelichting: Vraag voornamelijk voor banken en pensioenfondsen.*
5. In hoeverre verwacht u dat de Bazel IV-regulering invloed zal hebben op het financieringslandschap in Nederland?
6. In hoeverre erkent u de bovengenoemde ontwikkelingen (wet- en regelgeving, Solvency II, Bazel III en Bazel IV) als positief/negatief voor de markt of (potentieel) voor uw eigen organisatie?
7. Op welke wijze kenmerkt de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt zich op het gebied van informele instituties? *Toelichting: informele instituties als bijv. de ongeschreven wetten en regels in de manier van werken en omgang met elkaar.*
8. Op welke wijze onderscheidt de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt zich op het gebied van informele instituties ten opzichte van omliggende landen als Duitsland, België, en de UK?
9. In hoeverre spelen 'entry costs' een drempel bij het (eventueel) betreden van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt? *Toelichting: onder 'entry costs' worden verstaan de 'verplichte' wettelijke kosten welke verbonden zijn bij het starten van een onderneming in een nog niet eerder betreden markt.*
10. Welke formele instituties worden gezien als belemmerend bij het (eventueel) betreden van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt?
11. Welke formele instituties worden gezien als aanmoedigend bij het (eventueel) betreden van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt?
12. Welke informele instituties worden gezien als belemmerend bij het (eventueel) betreden van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt?
13. Welke informele instituties worden gezien als aanmoedigend bij het (eventueel) betreden van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt?
14. Mist er in het bovenstaande naar uw mening nog een belangrijke invalshoek?