

Herstructurering van een *distressed* vastgoedfinanciering:

Een reflectief onderzoek naar de mezzanine financiering



Auteur: G.M.W. (Winemar) van den Steenhoven
Leerstoel: Master Real Estate
Leergang: 2015-2017
Instituut: Amsterdam School of Real Estate
Begeleider: Drs. W. (Wim) van der Post
Tweede beoordelaar: Drs. A. (Arthur) Marquard
Afronding: 15 november 2017
Plaats: Utrecht

Voorwoord

Deze masterthesis is geschreven ter afronding van de opleiding Master of Real Estate (MRE) aan de Amsterdam School of Real Estate. MRE is dé topopleiding voor strategische vastgoedbeslissers.

Sinds het begin van deze opleiding is er veel veranderd in het vastgoedlandschap van Nederland. Was er halverwege 2015 nog sprake van lastige omstandigheden in het hele vastgoedspectrum; inmiddels is dit gedeeltelijk verbeterd. In sommige delen van Nederland lijkt er niets meer aan de hand en is de Global Financial Crisis volledig vergeten. Anno 2017 zijn er echter nog steeds forse problemen in de periferie van de vastgoedmarkt. Daar hebben zowel vastgoed beleggers als banken nog last van. In deze thesis is getracht deze problematiek gedeeltelijk op te lossen door te onderzoeken of de Mezzanine financiering daarbij ondersteunend kan werken.

Het werken aan deze thesis bleek een waardevolle zoektocht naar oplossingen voor zowel de beleggers als voor de banken. De tijd nemen om eens dieper op de dagelijkse problematiek van mijn werk in te zoomen heeft mij veel gebracht. Daarbij zijn de vele onderwerpen die gedurende de MRE aan bod zijn gekomen een waardevolle aanvulling gebleken om de thesis op papier te krijgen.

Veel dank gaat uit naar Robert-Jan Peters, Maarten Arnoldy, Jan Eduard Thompson, Frans Peter Daemen en Eric Gottenbos voor hun tijd en input gedurende de interviews. Deze gesprekken hebben veel waardevolle informatie opgeleverd. Ook Dirk van den Acker heeft met zijn inzichten gedurende meerdere brainstormsessies enorm geholpen met het tot stand komen van deze thesis.

Naast bovenstaande personen mag mijn scriptiebegeleider, Wim van der Post, niet ontbreken. Hij heeft met zijn commentaar en praktische tips meegedacht de hindernissen te nemen die ik tegenkwam bij het schrijven van deze thesis. Ik ben hem hiervoor veel dank verschuldigd! Vervolgens wil ik mijn werkgever, FGH bank, bedanken voor het in mij gestelde vertrouwen en de gekregen kans om deze studie te volgen.

En *last but not least* veel dank en lof voor mijn vrouw en dochters voor alle ondersteuning en geduld gedurende de gehele studieperiode!

Winemar van den Steenhoven
November 2017

Inhoudsopgave

Hoofdstuk I; Inleiding.....	5
1.1 Aanleiding	5
1.2 Probleemstelling	6
1.3 Doelstelling	6
1.4 Hoofdvraag.....	7
1.5 Deelvragen	7
1.6 Onderzoeksopzet	7
1.7 Relevantie	10
1.8 Leeswijzer.....	10
Hoofdstuk II; Empirie: de vastgoedfinancieringsmarkt voor en na de GFC en ‘Vastgoedfonds X’	11
2.1 Inleiding.....	11
2.2 Financieringsmogelijkheden voor de Global Financial Crisis (GFC)	11
2.3 Financieringsmogelijkheden na de GFC.....	12
2.4 Casusbeschrijving.....	13
2.5 Parameters van het fonds.....	14
2.6 Strategie van het Fonds	14
2.7 Strategie van de bank	16
2.8 Beleidsmatige keuzes van de bank	16
Hoofdstuk III; Theoretisch Kader; De kapitaalstructuur voor Vastgoedondernemingen	18
3.1 Inleiding.....	18
3.2 Vormen van kapitaal in de “Capital Stack” van een vastgoedfinanciering.....	18
3.3 Financieringstheorieën	21
3.3.1 Theorie van Modigliani en Miller (MM).....	21
3.3.2 Trade Off Theorie (TOT)	22
3.3.3 Pecking Order Theorie (POT)	23
3.4 Welke theorie is specifiek toepasbaar voor vastgoedondernemingen?	23
3.5 Mezzanine financiering. Uitgediept!.....	24
Hoofdstuk IV; Methoden en Analyse	27
4.1 Inleiding.....	27
4.2 Onderzoeksmethode	27
4.3 Mezzanine financiering voor vastgoed - op de Nederlandse markt.....	28

4.4	Is een mezzanine financiering inzetbaar op deze casus?	30
4.5	Is deze oplossing generiek te maken voor de herstructurering van “distressed” vastgoedfinancieringen?	35
	Hoofdstuk V; Conclusies en aanbevelingen	37
5.1	Conclusie	37
5.2	Reflectie	38
5.2.1	Literatuuronderzoek	38
5.2.2	Onderzoeksmethode.....	38
5.2.3	Onderzoeksuitkomsten.....	38
5.3	Aanbeveling.....	39
5.3.1	Onderzoek bij <i>Debt Funds</i> als verschafter van mezzanine financieringen	39
5.3.2	Beleid banken.....	39
	Literatuurlijst.....	40
	Bijlage:.....	42

Lijst met definities en afkortingen:

CDD	Customer Due Dilligence <i>'Ken je klant traject', waarbij de focus ligt op de het verkrijgen van informatie over de klant en de integriteit en betrouwbaarheid van de klant.</i>
CV	Commanditaire Vennootschap <i>De commanditaire vennootschap is een vennootschapsvorm waar er één of meer beherende vennoten, en één of meer stille vennoten zijn. De stille vennoten hebben enkel een financiële inbreng en worden ook wel commanditaire vennoten genoemd.</i>
DSCR	Debt Service Coverage Ratio <i>Bruto huuropbrengst verminderd met de exploitatielasten gedeeld door de te betalen leninglasten (rente en periodieke aflossing).</i>
DNB	De Nederlandsche Bank <i>De centrale bank van Nederland die zorgt voor een stabiel financieel stelsel: stabiele prijzen, solide financiële instellingen en een goed werkend betalingsverkeer.</i>
ECB	Europese Centrale Bank <i>De centrale bank van de 19 lidstaten van de Europese Unie die op de euro zijn overgegaan, met als hoofdtaak het handhaven van prijsstabiliteit en het toezicht houden op de financiële instellingen in het eurogebied.</i>
Euribor	Euro Interbank Offered Rate <i>Het gemiddelde rente tarief waartegen een groot aantal vooraanstaande Europese banken (het bankenpanel) elkaar leningen in euro's verstrekken.</i>
GFC	Global Financial Crisis <i>Wereldwijde economische neergang over een langere periode die bijna alle markten en consumenten treft.</i>
ICA	Inter Creditor Agreement <i>Overeenkomst tussen crediteuren die de verschillende rechten en verplichtingen van elke schuldeiser en de invloed ervan op de andere crediteuren uiteenzet.</i>
ICR	Interest Coverage Ratio <i>Het bedrijfsresultaat gedeeld door de betaalde rente.</i>
IRR	Internal Rate of Return <i>De interne-opbrengstvoet is een getal, meestal uitgedrukt als percentage, dat het netto rendement van de investeringen in een project weergeeft.</i>
LTV	Loan to Value <i>De hoogte van de lening ten opzichte van de waarde van de onderpanden uitgedrukt in een percentage.</i>
MJOP	Meerjarig Onderhoudsplan <i>Onderhoudsplan dat voor een langere periode wordt opgesteld en jaarlijks wordt bijgewerkt.</i>
NPL	Non performing Loan <i>Lening waarvan gedurende 90 dagen of langer rente en/of aflossingsverplichtingen niet worden voldaan door de leningnemer.</i>
PIK	Payment in Kind <i>Rente die niet periodiek wordt betaald maar opgerold in de financiering en bij expiratie wordt voldaan.</i>

- POT Pecking Order Theorie
Financieringstheorie van Myers en Maljuf (zie voor verdere uitwerking p 22).
- SPL Sub Performing Loan
Lening waarvan de overeengekomen leninglasten nog betaald kunnen worden, maar waar de LTV zo hoog is dat daardoor de lening bij expiratie waarschijnlijk niet geheel terugbetaald zal kunnen worden.
- TOT Trade Off Theorie
Financieringstheorie van Kraus en Litzenberger (zie voor verdere uitwerking p 23).

Hoofdstuk I

Inleiding

1.1 Aanleiding

Banken staan weer open voor het financieren van vastgoed, zoals blijkt uit het vastgoed Journaal van 25 januari 2016. Dat lijkt goed nieuws, maar is dat het ook?

Banken kampen namelijk nog steeds met aanzienlijke portefeuilles vol zogenaamde *Non Performing Loans* (NPL's). Deze slecht presterende leningen vormen een risico voor het gezond functioneren van bankinstellingen. Volgens een artikel uit het FD van 5 juli 2017 is er *'een gerichte aanpak nodig voor het probleem van slecht presterende leningen op de balans van banken'*, aldus de Vice President van de Europese Centrale bank, Vítor Constâncio. De vraag is waarom en in hoeverre deze NPL's eigenlijk een probleem zijn? De kern van het probleem ligt in het feit dat NPL's leningen betreffen die niet meer volledig kunnen worden terugbetaald. Voor dit risico moet de bank extra kapitaal aanhouden. Tevens moet voor het gat tussen de hoogte van de lening en het bedrag dat kan worden terugbetaald een voorziening genomen worden door de bank - wat direct invloed heeft op de winst en verliesrekening van de bank. Bovendien niet geheel onbelangrijk is dat banken met veel NPL's minder goede leningen kunnen verstrekken.

Gezien de belangrijke positie van banken in het economisch systeem, hebben deze NPL's op macro economisch gebied aanzienlijke impact. Volgens Lorenzo Codogno vormen de NPL's in de meeste landen geen bedreiging meer voor het bancaire systeem, maar remmen ze wel de economische groei, doordat er minder kredietgroei is, vooral aan het MKB, wat van essentieel belang is voor verdere economische groei (FD, 13 april 2017).

In het verlengde hiervan leveren deze portefeuilles vervolgens ook veel problemen op voor de leningnemers.

Voor de vastgoedbeleggers, die deze *Non Performing* vastgoedportefeuilles bezitten, staan banken helemaal (nog) niet open voor financieren. Zij hebben hun portefeuilles vaak opgebouwd in de aanloop van de *Global Financial Crisis* van 2008 en verder. Deze portefeuilles kampen vaak met aanzienlijke LTV ratio's. Deze zijn in ieder geval veel hoger dan de normale financieringsparameters van rond de 60%, aldus recent onderzoek van Cushman & Wakefield (2017). Tevens is de *cashflow* van deze portefeuilles niet voldoende om de lasten van de hoge financieringen te dekken. De huren zijn in de afgelopen 10 jaar fors gedaald waardoor de betaalbaarheid niet is verbeterd. Weliswaar is de rente nu historisch laag, maar door de hoge LTV's hebben de banken de periodieke aflossingen navenant verhoogd. Daardoor zitten deze beleggers de facto vast bij hun bank en zijn zij ook uitgeleverd aan beleidsmatige keuzes van de bank betreffende de NPL portefeuilles.

Banken daarentegen zijn hard op zoek naar oplossingen om van deze NPL portefeuilles af te komen. Het afwikkelen van de NPL's zal er niet voor zorgen dat alle bancaire problemen zijn opgelost, maar het levert wel aanzienlijke voordelen op. Volgens het FD geven scenarioanalyses aan dat als banken de NPL's zouden vervangen door renderende leningen het rendement op eigen vermogen zou stijgen met minimaal 1%. Alleen al daarom is het essentieel om het NPL probleem op te lossen. Volgens de *Guidance to banks on non-performing loans* van de ECB (NPL Guidance ECB) van maart 2017 zijn daar verschillende manieren voor.

Te denken valt dan aan onderstaande niet limitatieve opsomming:

- Verkoop van de portefeuille in samenwerking met de belegger;
- Een herfinanciering door een andere partij;
- Executieveiling;
- *Loansale* (met of zonder medeweten van de belegger);
- Uitmanagen van de portefeuille met uitzicht op verbeterde marktomstandigheden (*Forbearance*).

Hierbij moet opgemerkt worden dat de uitvoering van deze mogelijkheden gepaard gaat met aanzienlijke verliezen of met oplossingen die te veel tijd in beslag nemen. Dit laatste is vaak niet in het belang van beide partijen. Dit leidt tot de vraag of er een meer optimale manier is die zowel een goed vooruitzicht voor de belegger betekent als ook verlies beperkend werkt voor de financierende bank? Ook van belang is dat een consensuele oplossing tot minder conflicten leidt tussen belegger en bank. Dit scheelt beide partijen enorm in (juridische) transactiekosten. Op dit moment ontbreekt het in de praktijk en in de literatuur aan inzicht in oplossingen die hieraan meer optimaal bijdragen dan de bestaande alternatieven.

1.2 Probleemstelling

Nederlandse banken hebben nog steeds relatief substantiële SPL/NPL (*Sub Performing Loans* en *Non Performing loans*) portefeuilles van rond de 5% van het totale balanstotaal. Vanuit de ECB wordt de druk steeds groter om deze portefeuilles af te bouwen (FD 5 juli 2017). Een grote portefeuille van SPL/NPL zal uiteindelijk een duidelijke negatieve impact hebben op het uitlenen van geld bedoeld voor economische groei (NPL Guidance ECB 2017). Ook is het vermogensbeslag voor deze leningen hoog waardoor deze leningen voor banken als een molensteen om de nek hangt. Om deze SPL/NPL portefeuilles in omvang te verminderen hebben banken een aantal tools in handen. Het inzetten van deze tools kosten de banken over het algemeen veel geld. In deze thesis wordt een casus uitgewerkt van een *Sub –Performing loan* van een Nederlands vastgoed fonds (hetgeen van een *Non Performing Loan* in de afgelopen tijd is verbeterd naar een *Sub Performing loan*). Als de financierende bank van deze lening af wil, en dat is in casu het geval, zijn daar een aantal mogelijkheden voor. Zoals in de inleiding reeds beschreven zijn er een aantal mogelijkheden waarvoor de tijd en medewerking van de klant benodigd is. Waarbij banken vooral tijd niet hebben, als men de houding van de ECB en de eventueel verscherpte kapitaalseisen van Basel IV in ogenschouw neemt. De twee andere alternatieven leveren de bank over het algemeen een fors verlies op. Kan er aan de hand van deze casus dus niet een alternatieve methode onderzocht worden die eventueel ook generiek inzetbaar is? In de wereld van structured finance is de mezzanine financiering al geruime tijd een veel gebruikte vorm van financieren, ook in het vastgoed. Een mezzanine is achtergesteld geld tussen schuld en eigen vermogen in. Banken hebben als doelstelling de NPL portefeuilles te verkleinen met verliesminimalisatie. De mezzanine zou daarbij een geschikte financieringsvorm kunnen zijn, om het gat tussen de herfinancieringsmogelijkheid en de huidige uitstaande schuld te verkleinen.

1.3 Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verkrijgen in de mezzanine financiering als generieke oplossing voor NPL portefeuilles waarvan de eigenaren op dit moment “vast” zitten bij hun bank.

Ten einde voor drie partijen (vastgoedeigenaar, bank en mezzanine verstreker) een win-win situatie te creëren.

1.4 Hoofdvraag

Onder welke omstandigheden zou mezzanine kunnen werken bij de herstructurering van distressed vastgoedfinancieringen?

1.5 Deelvragen

- Wat is leidend? De optimale vermogensstructuur of de voorkeur van het management?
- Wat is een mezzanine financiering?
- Is een mezzanine financiering een oplossing voor de onderhavige casus?
- Kan er een meer generieke methode ingezet worden voor soortgelijke casussen?

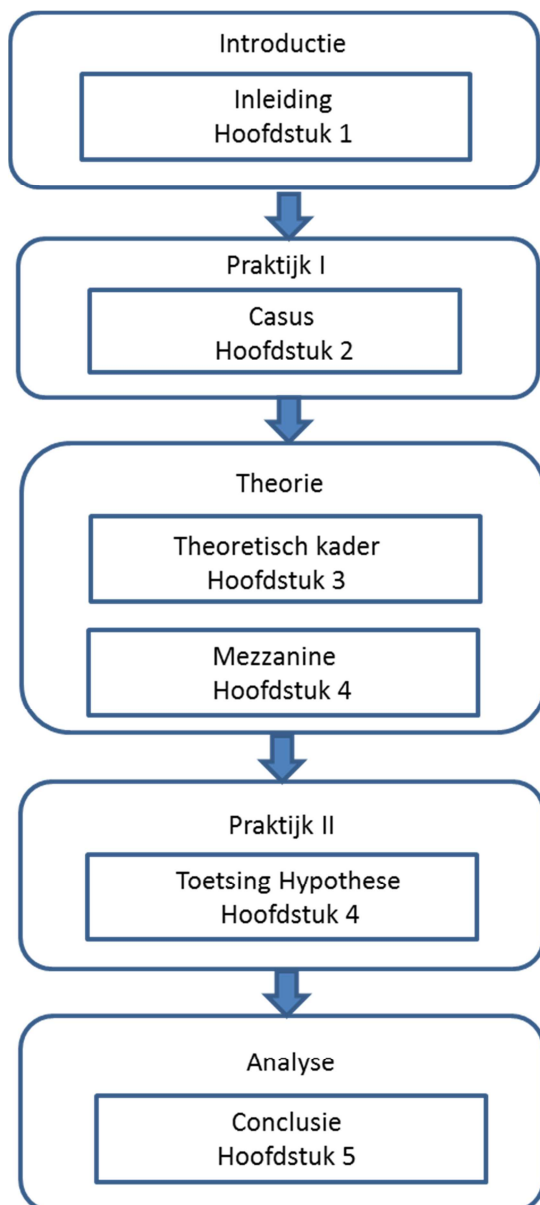
1.6 Onderzoeksopzet

Het onderzoek zal voornamelijk kwalitatief van aard zijn waarbij een serie interviews zal worden afgenomen. De uitwerking van een *'real life'* casus vormt daarbij de basis van het onderzoek. Er wordt onderzocht door middel van interviews of de mezzanine financiering een oplossing zou kunnen zijn in dit specifieke geval. Indien dat zo blijkt te zijn zal er ook onderzocht worden of deze methode meer generiek in te zetten is in soortgelijke gevallen. Er zal een serie interviews worden gehouden met partijen uit zowel de *debt advisory* praktijk, de beleggers als ook de bankiers in Nederland.

De *'Capital Stack'* zal dienen als basis voor de uitwerking van de mezzanine financiering. Hierbij komen de verschillende vormen van kapitaal aan bod. Hoe hoger in de Pyramide hoe groter het risico maar ook hoe groter het rendement. Tevens zullen bestaande financieringstheorieën, die zijn voortgekomen uit de Theorie van Modigliani & Miller, worden besproken en specifiek gemaakt voor de vastgoedbelegger. Daarbij moet vooral worden gedacht aan de *Pecking order Theory* van Myers & Maljuf (1984) en de *Trade off theory* van Kraus & Litzenberger (1973). Deze worden met name structurend ingezet, niet direct toetsend. De theorieën vormen de opzet naar de *Capital stack*.

Voor het onderzoek wordt gebruik gemaakt van een zogenaamd reflectieve opzet. Daarbij gelden waarnemingen uit de empirie als vertrekpunt van de analyse. Dit heeft een aantal oorzaken. Het onderwerp van deze thesis bemoeilijkt een valide en betrouwbare wijze waarop conclusies kunnen worden getrokken. Allereerst betreft het vraagstuk een relatief gevoelig thema. Banken zijn niet per se geneigd de benodigde informatie te delen. Een situatie die nog meer zou kunnen gelden voor de leningnemer. Tegelijkertijd ontbeert het aan specifieke theorieën en is de bestaande literatuur ook in internationaal perspectief uitermate beperkt. Daarmee is het opstellen van hypothesen mede afhankelijk van de praktische analyse. Teneinde toch een inhoudelijke bijdrage te leveren aan zowel de wetenschappelijke literatuur als aan de praktijk is er voor gekozen om tot een reflectieve inzet van de casus te komen. Dat betekent dat dit onderzoek na hoofdstuk één start met de beschrijving van een centrale onderzoekscasus – een feitelijk *real life* gevalstudie. Aan de hand van deze casuïstiek kan a) meer diepgaande en relevante informatie worden vergaard die b) tot meer valide conclusies leiden.

Door eerst in de empirie te kijken ontstaat een leidraad voor het onderzoek die tot meer diepgang moet leiden. Bijvoorbeeld kunnen zo bestaande algemene financieringstheorieën meer relevant worden ingezet. In het verlengde hiervan brengt een praktische reflectie een verdere focus op de relevante thematieken en onderzoeksvariabelen van het verdere onderzoek. Daarmee komt in onderhavig onderzoek eerst de Praktijk aan bod door a) beschrijving van de financieringsmogelijkheden voor en na de GFC en b) de casus uit te werken waarna vervolgens de Theorie aan bod zal komen. De Praktijk als toetsing van hypothesen komt weer aanbod als de interviews worden gepresenteerd. In de daarop volgende analyse fase wordt de inhoudelijke synthese gecreëerd. Daarmee wordt het bestaande TPA model van Van Hoek (2015) feitelijk uitgebreid tot een PTPA model.



Figuur 1: Modelmatige weergave van de onderzoeksopzet

Casus (Praktijk I)

Er is in dit onderzoek gekozen voor een casus te weten, Vastgoedfonds X. Gezien de vertrouwelijkheid van informatie is het noodzakelijk gebleken om deze bestaande casus anoniem te

behandelen. Hoewel het hier gaat om een *single case study* die niet representatief is voor de gehele populatie van *bad loans*, wordt verondersteld dat deze casus toch een algemeen beeld geeft van de mogelijkheden om een mezzanine in te zetten als extra verlies beperkende oplossing voor banken, alsmede een kans voor de eigenaar om weer aan een toekomstperspectief te werken.

Voor deze casus is gekozen vanwege een aantal redenen:

- De omvang van het totaal obligo maakt dat er een markt is voor een *Senior* deel en een achtergesteld deel van deze financiering;
- De LTV is uitdagend genoeg om te bezien of er zonder verlies voor de huidige bank een mezzanine transactie gerealiseerd kan worden;
- De *cashflow* is voldoende maar niet zo ruim dat zelfs *Equity* rendementen voldaan kunnen worden uit de lopende cashflow;
- Het betreft een echte *Value-add* portefeuille waar met optimalisatie nog winst is te maken voor de eigenaars.

De mezzanine oplossing voor deze casus is niet direct een uitgemaakte zaak. Dat geeft de mogelijkheid om de mezzanine financiering in al haar facetten te onderzoeken.

Theorie

De Theorie van deze thesis gaat uit van de '*Capital Stack*' waarbij de verschillende vormen van kapitaal behandeld worden. Daarbij geldt: hoe groter de achterstelling van het kapitaal, hoe groter het risico. Dat wordt dan wel weer beloond met een hoger rendement. De keuzes die gemaakt worden in de kapitaalstructuur zijn terug te voeren op de geldende financieringstheorieën. De financieringstheorie van Modigliani & Miller wordt als eerste behandeld, toch wel de moeder der financieringstheorieën. Vervolgens komen de *Trade Off Theory* en de *Pecking Order Theory* aan bod. Aan de hand van deze beschrijvingen en verder literatuuronderzoek wordt bezien of een van deze theorieën vastgoed specifiek is. Ook wordt in dat kader de mezzanine financiering beschreven.

Praktijk II

Het tweede praktijk gedeelte van deze thesis bestaat uit het onderzoek middels interviews. In de reeks van interviews met personen uit de financieringspraktijk wordt gezocht naar een mogelijkheid om het probleem uit de casus op te lossen met een mezzanine financiering. De interviews zijn op een ongestructureerde wijze afgenomen, ten einde zoveel mogelijk en vanuit verschillende invalshoeken informatie te verkrijgen. Tijdens de interviews zijn de parameters van de casus voorgelegd, welke ook in de bijlage zijn opgenomen. Aan de hand van de uitgangspositie en de literatuur is vervolgens een Topiclijst gemaakt, waarvan de onderwerpen tijdens het interview in willekeurige volgorde aan bod zijn gekomen. De topiclijst is vervolgens in de Datagrid verwerkt. Vervolgens wordt aan de hand van de interviews bekeken of deze oplossing ook meer generiek ingezet kan worden.

Analyse

In de analyse fase komen de gegevens van de theorie en praktijk bij elkaar. In de datagrid zijn de uitkomsten uit de literatuur en de interviews betreffende de casus verwerkt. De interviews zijn afgenomen in ongestructureerde vorm. Hiervoor is gekozen om dieper op de materie in te kunnen gaan als daar in het interview aanleiding voor was. De interviews zijn afgenomen aan de hand van de parameters van de gebruikte casus, met een vooraf beredeneerde uitkomst van de mogelijke mezzanine financiering.

Vervolgens kunnen met de geanalyseerde gegevens conclusies worden getrokken.

1.7 Relevantie

De relevantie van dit onderwerp is ondanks verbeterende marktomstandigheden nog steeds aanwezig. Banken en daarmee grote groepen vastgoedklanten hebben nog steeds met de grote gevolgen van de *Global Financial Crisis* van 2008 te maken. Voor banken is een alternatieve manier om van SPL/NPL af te komen van groot belang, om de verliezen die anders genomen moeten worden, te verkleinen. Voor de vastgoedklanten is deze alternatieve oplossing een manier om verder te kunnen ondernemen en om van de nog steeds aanwezige toename in verbeterde marktomstandigheden te kunnen profiteren. Een bewijs voor de relevantie kan ook gevonden worden in de recent door de ECB gepubliceerde guidance voor het aanpakken van de NPL portefeuilles van Europese banken (ECB, maart 2017).

1.8 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 treft u de empirie aan waarbij wordt gereflecteerd op de vastgoedfinancieringsmarkt in Nederland voor en na *Global Financial Crisis* en de casus van Vastgoedfonds X. Tevens worden de beleidsmatige keuzes van het fonds en de bank onder de loep genomen.

In hoofdstuk 3 volgt het theoretisch kader van deze thesis, waarbij de *Capital Stack* als uitgangspunt geldt. In paragraaf 3.2 wordt ingezoomd op de *Capital Stack*. In paragraaf 3.3 komen de financieringstheorieën aan bod en vervolgens in paragraaf 3.4 de toepasbaarheid op het vastgoedfinancieringsdomein aan bod. Als afsluiting wordt de mezzanine behandeld.

In hoofdstuk 4 komen de Methoden en de analyse samen. In paragraaf 4.2 wordt de onderzoeksmethode uiteengezet. In de daarop volgende paragrafen komt de mezzanine en de casus aan bod. Vervolgens wordt in paragraaf 4.5 benaderd of de mezzanine oplossing ook meer generiek kan worden ingezet.

Afsluitend wordt in hoofdstuk 5 de conclusie van de thesis en de beantwoording van de onderzoeksvraag gepresenteerd. In paragraaf 5.2 volgt de reflectie op alle facetten van het onderzoek dat uitmondt in een tweetal aanbevelingen in paragraaf 5.3.

Hoofdstuk II

Empirie: de vastgoedfinancieringsmarkt voor en na de GFC en 'Vastgoedfonds X'

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt eerst globaal inzicht gegeven in de mogelijkheden voor het financieren van vastgoed in Nederland voor en na de *Global Financial Crisis*. Hierna wordt ingezoomd op de casus van Vastgoedfonds X. Dit is een fonds dat voor de crisis is gestart en op het hoogste punt van de markt financieringen heeft aangetrokken. Mede hierdoor zijn er voor het fonds problemen ontstaan. Vervolgens zal er aandacht worden geschonken aan de strategie van het fonds in verhouding tot zowel de participanten als de financier. Tot slot zal zowel de strategie van de bank aan bod komen, gevolgd door de beleidsmatige keuzes die de bank maakt met betrekking tot de SPL/NPL portefeuilles. Op basis van deze casus zal het onderzoek een meer diepgaand en specifiek karakter krijgen en wordt de huidige relatief beperkte stand van zaken van de bestaande literatuur deels omzeild.

2.2 Financieringsmogelijkheden voor de Global Financial Crisis (GFC)

Voordat de *Global Financial Crisis* in september 2008 losbarstte was het vastgoedfinancieringslandschap en de bijbehorende financieringsstructuren in Nederland relatief simpel. Vastgoed investeerders kochten een pand, legden enig eigen vermogen in en de rest werd opgehaald bij een van de drie Nederlandse vastgoedbanken. Het inbrengen van eigen vermogen werd, gezien de stijgende marktprijzen, ook niet als zeer essentieel gezien. In geval van een opbouwende portefeuille kon de waardeverhoging van de eerder verkregen objecten ook dienen als eigen inbreng. Tevens wilden vastgoedeigenaren zo min mogelijk eigen vermogen per transactie inbrengen zodat de portefeuille zoveel mogelijk uitgebreid kon worden (Lively et al, 2001).

De parameters waarop banken beoordeelden waren eenduidig en werden ook in de literatuur verwoord. Hieronder volgt een opsomming van de meest relevante parameters (Berkhout en Zwart, 2013):

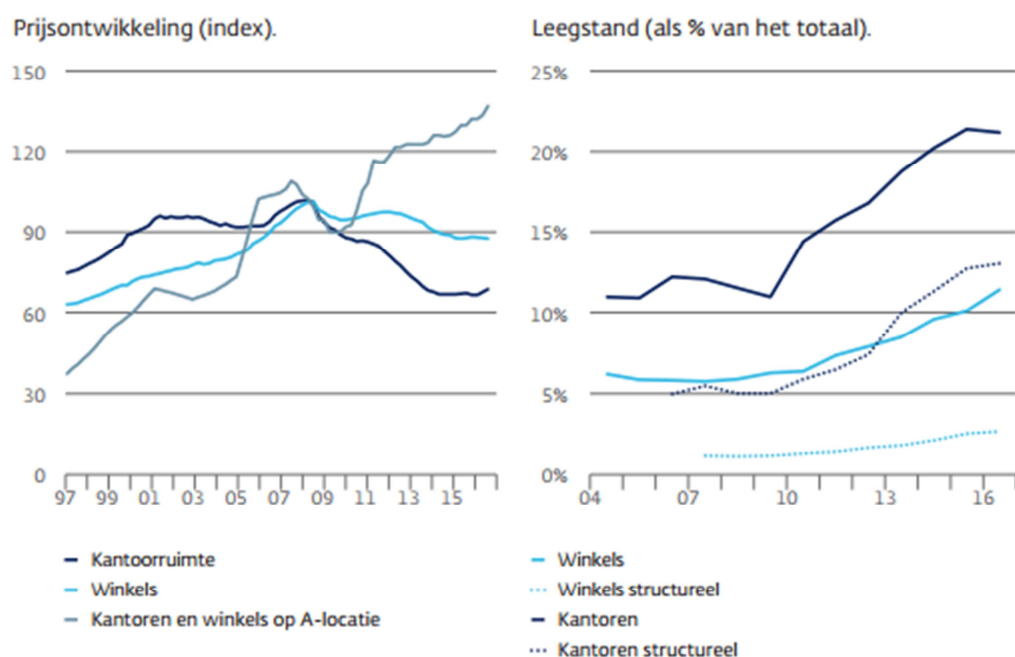
- Kredietwaardigheid van de relatie;
- LTV;
- DSCR;
- Zekerheden in de vorm van recht van eerste hypotheek en een eerste pandrecht op de huurpenningen;
- (In mindere mate) *covenanten*.

De race naar de maximale leverage was daarmee een feit. Gedegen afwegingen om tot een optimale financieringsstructuur te komen leken bij veel partijen volledig afwezig. Dat had ook met de marktstructuur te maken: de drie Nederlandse vastgoedbanken hadden ongeveer 80% van de vastgoedfinancieringsmarkt in handen. Ook een aantal Duitse banken richtten zich op de Nederlandse markt van vastgoedfinancieringen. Door stijgende prijzen en de concurrentie tussen de financierende banken leek de noodzaak om een prudente leverage aan te houden niet aanwezig te zijn. Dit was mogelijk totdat de crisis begon.

2.3 Financieringsmogelijkheden na de GFC

Na 2008 is de wereld van bancaire financieringen drastisch veranderd. In het bijzonder door gewijzigde en aangescherpte regelgeving worden lange termijnfinancieringen en MKB-financieringen lastiger verstrekt (Guidebook NN). Transacties worden weer gefinancierd, maar wel met meer eigen vermogen en minder vreemd vermogen (Hilbers en Nijskens, 2016). De financiers vragen ook om lagere leverage om het financiële stabiliteitsrisico te beperken. Het gevolg van deze lagere financieringsaanbiedingen is dat in het geval van herfinanciering er een *Funding Gap* ontstaat. Partijen die hun portefeuilles, met nog verhoogde LTV's, elders moeten onderbrengen ondervinden daarvan veel last. In geval van herfinanciering zal er door de lagere senior financiering elders het gat moeten worden opgevuld. Het opvullen van dit zogeheten *Funding Gap* met eigen vermogen is zeer kostbaar en ook niet altijd haalbaar, vaak omdat de cashflow uit het vastgoed niet voldoende is.

Tevens laat de vastgoedmarkt nog steeds structurele problemen zien. Deze worden enigszins gemaskeerd door de gemiddelde prijsontwikkeling en een beginnende afname van de leegstand. De prijzen op top locaties stijgen behoorlijk door dat binnen- en buitenlandse beleggers zoeken naar aantrekkelijk rendement. Daarentegen zijn de structurele vooruitzichten van commercieel vastgoed minder gunstig (DNB, 2017). Onderstaande grafiek laat dat duidelijk zien.



Figuur 2 bron Overzicht financiële stabiliteit De Nederlandse Bank, 2017

In het geval van nieuw te financieren Core-vastgoed is men voorbereid op de lagere leverage en levert het ophalen van meer eigen vermogen minder problemen op. Voor financieringen die kampen met een veel hogere LTV zijn de normale bancaire financieringen niet weggelegd. Daarvoor zal naar producten gekeken moeten worden die onder andere Debt funds in de vastgoedfinancieringswereld aanbieden. Hierbij moet vooral gedacht worden aan achtergestelde financieringsconstructies zoals de mezzanine die in het vervolg van deze thesis verder zal worden uitgewerkt.

2.4 Casusbeschrijving

Als casus zal het Vastgoedfonds X worden uitgewerkt. Het vastgoedfonds betreft een bestaande klant van Rabobank. De casus is vanwege de privacy volledig geanonimiseerd uitgewerkt. Dit fonds is geïnitieerd voordat de crisis van 2008 is begonnen. Het fonds is gestructureerd als een NV waarbij de participanten aandelen hebben verkregen. In totaal betreft het meer dan 1000 participanten. Het betreft een besloten fonds met beperkte looptijd. In 2012 is de financiering van het fonds nog verlengd tot juli 2017, waarbij er een tweetal additionele *covenants* zijn opgenomen, te weten een LTV en een ICR *covenant*. De LTV *covenant* is na hertaxatie door een gerenommeerd landelijk advieskantoor doorbroken wat voor het eerst in december 2014 gebeurde. De ICR voldoet nog steeds aan de gemaakte afspraken en levert daarom geen *Breach* op.

Vanaf het moment van het doorbreken van de LTV *covenant* is door de banken aangedrongen op het verkopen van de *Assets* om daarmee de LTV weer binnen de normale financieringsparameters te krijgen. In eerste instantie heeft het management van het fonds hieraan geen gehoor gegeven. Nadat voor de tweede maal de LTV *covenant* werd doorbroken en er niet meer vanzelfsprekend door de bank een *Waiver* werd verstrekt, realiseerde het management dat actie daadwerkelijk benodigd was, mede met het herfinancieringsvraagstuk in het vooruitzicht. Dit heeft vooralsnog tot beperkte verkoopresultaten geleid.

Het vastgoed van het fonds bestaat uit 63 objecten verspreid over heel Nederland, uitgezonderd de provincies Groningen, Limburg en Zeeland. 69% van de portefeuille betreft kantoren (81.500m²) en 31% betreft bedrijfsruimte (36.600m²). De totale schuld van het fonds ultimo 2016 is EUR 93,6 miljoen. De totale waarde van het vastgoed bedraagt EUR 97 miljoen. Hiermee komt de *Loan to Value* uit op 95,3%.

Over 2016 is er een huur gegenereerd van EUR 9,4 miljoen met een leegstandspercentage op basis van het totale huurbedrag van 19,6% (t.o.v. m² bedraagt de leegstand 22,7%). Voor de managementvergoeding is een bedrag uitgetrokken van EUR 1,3 miljoen. Dit betreft een vergoeding die uit twee delen is opgebouwd, 1) wordt over de som van de activa 0,16% per kwartaal en 2) 3,65% over de geïncasseerde huren van dat kwartaal. De Exploitatiekosten bedragen jaarlijks EUR 1,8 miljoen en de *Capex* EUR 250.000. De hoogte van de *Capex* lijkt overigens voor een *value-add* portefeuille als deze veel te laag.

De huidige financieringscondities zijn als volgt, de rente is een 3 maands-Euribor rente met een aflossing van EUR 1,5 miljoen (1,6%). Als zekerheid heeft de bank een recht van eerste hypotheek op al het vastgoed. Tevens heeft de bank een eerste pandrecht op de huren.

De Debt-Yield bedraagt 6,38 hetgeen als volgt is berekend. De huurinkomsten minus exploitatielasten minus capex minus managementvergoeding gedeeld door de te betalen rente. De ICR bedraagt 2,56 welke wordt berekend door huurinkomsten minus de exploitatielasten en minus de management vergoeding gedeeld door de te betalen rente.

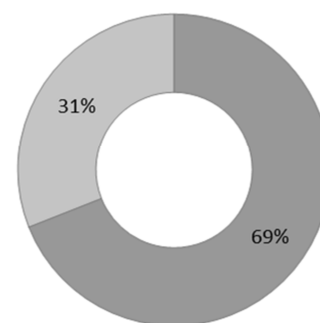
2.5 Parameters van het fonds

Waarde panden	€ 96.936.000
Omvang schulden	€ 93.640.000
LTV Ratio	95,3%
Huuropbrengst	€ 9.366.000
Exploitatiekosten	€ 1.811.651
Directievergoeding*	€ 1.330.000
DSCR /ICR	1,92 / 2,56
Debt Yield**	6,38
Rentecontract	3 maands-Euribor met 2,6% opslag
Reguliere periodieke aflossingen	€ 1.500.000
Aantal objecten	63
Leegstand m2	22,7% op basis van m2 (2015, 26%)
Leegstand op basis van huur	19,6% (2015, 22%)
Verdeling portefeuille	69% kantoor en 31% bedrijfsruimte
Verdeling in meters	81.500m2 kantoor en 36.600m2

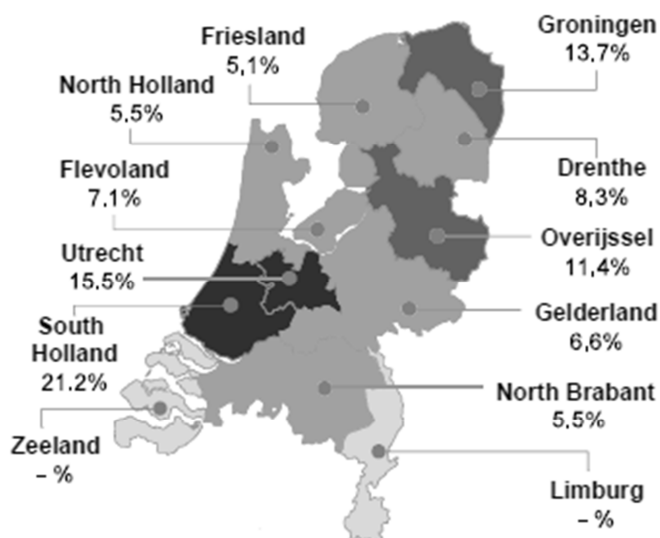
* Betreft een procentuele vergoeding over het totaal van de activa per kwartaal plus een procentuele vergoeding over de per kwartaal geïncasseerde huuropbrengsten.

** Debt Yield is huurinkomsten minus exploitatiekosten minus capex minus directievergoeding gedeeld door de omvang van de bancaire schulden

■ kantoren ■ Bedrijfsruimten



Figuur 3: verhouding van de portefeuille



Figuur 4: verdeling portefeuille

2.6 Strategie van het Fonds

Het vastgoedfonds X bevindt zich in een relatief zorgelijke situatie. De financieringsparameters zijn risicovol en de bank heeft een andere opinie betreffende de toekomst van het fonds, dan het fondsmanagement. De bank is van mening dat het fonds niet binnen afzienbare tijd aan normale financieringsparameters kan voldoen en wil doorpakken. Dit betekent dat het obligo fors gereduceerd zal moeten worden door middel van verkopen. Waardestijging zal er gezien het ondergezette vastgoed de komende periode niet in zitten. Tevens hebben de investeerders al

meerdere malen, tijdens de jaarvergaderingen, aangegeven dat zij niet van plan zijn nog extra vermogen in het fonds in te brengen. Naast het verschil in de toekomstvisie van het fonds heeft het fondsmanagement ook een andere mening dan de bank, betreft de te volgen route om tot normale financieringsparameters te komen. Over een deel van de portefeuille is het fondsmanagement, net als de bank, negatief. Echter voor een aantal objecten ziet het fondsmanagement wel mogelijkheden om forse waarde toe te voegen. Om tot deze waardestijging te komen zijn investeringen benodigd. Deze investeringen zijn echter niet uit de aanwezige middelen van het fonds te voldoen. Hier zal een additionele financiering van de bank voor nodig zijn. De bank is echter niet van plan hiervoor additionele financieringen te verstrekken.

Het fondsmanagement ziet mogelijkheden om de totale LTV van het fonds in ongeveer drie jaar terug te brengen naar normale bancaire financieringsnormen. Het fondsmanagement wil de genormaliseerde financieringsnormen in rust kunnen bereiken. Daarvoor verzoekt zij de bank de financiering met drie jaar te verlengen, hetgeen er vanuit het perspectief van de bank niet in zit.

Om tot een gewogen oordeel te komen heeft het fonds ook een risicoanalyse gemaakt. Deze bestaat, kort beschreven, uit de volgende onderdelen:

- Herfinancieringsrisico's
Bij langlopende financieringen ontstaat er een risico dat richting het einde van de looptijd een herfinanciering niet meer mogelijk is doordat de waarde van de objecten zijn gedaald.
- Leegstandsrisico
Gezien de secundaire locaties is een leegstandsrisico een zeer aannemelijk risico. Zeker nu er een leegstandspercentage van ongeveer 20% in de portefeuille aanwezig is.
- Negatieve marktontwikkelingen
Deze gaan vooraf aan de leegstandrisico's en de herfinancieringsrisico's. Bij een laagconjunctuur, waar Nederland nu net afscheid van neemt, hebben ondernemers, die panden huren, het vaak lastig en wordt er vaak bezuinigd op personeelskosten en op huisvestingskosten.
- Calamiteiten
Brandschade en wateroverlast kan in een portefeuille (te allen tijde) voorkomen. Echter de kans dat er zich een calamiteit voordoet die niet verzekerd is, wordt als zeer klein beoordeeld.
- Beheersrisico
Door eventueel achterstallig onderhoud kan de waarde van het bezit dalen. De kans dat de beheersorganisatie de gebreken niet te horen krijgt en er dus niet op kan acteren, is verwaarloosbaar klein. De lege objecten dienen echter door de organisatie frequent beoordeeld te worden, aangezien deze panden niet door huurders gebruikt worden.
- Wetgevingsrisico
Dit is het risico op rendementsdrukkende wetgeving vanuit de overheid, zoals leegstandsheffingen, de warmtewet of prestatiecertificaten. Dit risico wordt als hoog ingeschat.
- Concentratierisico
Dit wordt als minimaal ingeschat. Dat komt mede door de geografische spreiding van de portefeuille en de verdeling tussen bedrijfsmatig vastgoed en kantoren.

De risico's die intern kunnen worden gemanaged, worden door de organisatie voldoende gemitigeerd door gerichte maatregelen te nemen. Voor externe risico's is mitigatie meer complex.

2.7 Strategie van de bank

Het dossier van Vastgoedfonds X is door de bank als een hoog risico post bestempeld. De LTV is sterk verhoogd, de huurinkomsten nemen af, hetgeen een doorlopend proces lijkt. De betaalbaarheid van het fonds wordt minder. Het management lijkt niet mee te werken aan de benodigde verkopen om de LTV weer binnen de normale bancaire normen te krijgen.

Daarnaast ontbreekt de mogelijkheid om via verhoogde reguliere aflossingen de LTV te drukken.

De bank blijft sturen op een afbouw van de portefeuille binnen een korte termijn door middel van verkopen. Uitgaande van de taxatiewaarde en een verkort verkoopscenario zal een dergelijke strategie naar alle waarschijnlijkheid een substantieel verlies opleveren. De druk op het management zal echter groot moeten blijven om de afbouw überhaupt te kunnen realiseren. Tot op heden heeft het management er geen blijk van gegeven dat ze de noodzaak van afbouw ook zien en daarop handelen.

2.8 Beleidsmatige keuzes van de bank

De bank heeft besloten haar portefeuille met *Non-* en *Sub Performing Loans* af te bouwen en afscheid te nemen van deze klanten. Dit mede onder druk van de toezichthouder. Tevens ziet de bank geen heil meer in het financieren van vastgoed CV en fondsconstructies waarbij een groot aantal particulieren participeren in de entiteit. De verstrekkende *Customer Due Diligence* normen opgelegd door wet en regelgeving maken deze constructies te bewerkelijk om in de boeken van de bank te houden. Daar komt ook bij dat de bank nooit in onderhandeling is met de uiteindelijke vastgoedeigenaren. Dit maakt het voor de bank lastig te beoordelen waar de belangen van de klant en het fondsmanagement parallel blijven lopen en wanneer dat niet het geval is. De bank dient het belang van de klant te allen tijde goed in ogenschouw te houden. Door bovengenoemde constructie wordt dat zeer bemoeilijkt.

Voor de bank zijn er eigenlijk alleen de standaard bijzonder beheer oplossingen, te weten:

- Het executeren van de zekerheidsrechten van de bank middels een openbare veiling.
- De lening verkopen middels een *loansale*;
- Een gezamenlijke geleidelijke verkoop van de portefeuille over een langere periode.
- Het fondsmanagement de mogelijkheid geven om tot aflossing te komen middels een herfinanciering dan wel door verkoop van de onderliggende *assets*.

Beleidsmatig is er door veel banken voor gekozen om niet mee te werken aan een schuldsanering. Dit houdt in dat er een oninbaar gedeelte van de schuld wordt afgeschreven en dat de klant met een verminderde schuld op de zelfde voet bij de bank verder kan. De gedachtegang die hierachter schuil gaat is 1) dat een klant het geleende geld te allen tijde dient terug te betalen en 2) dat als er in een voorkomende situatie wel aan meegewerkt zou worden dit mogelijkerwijs tot een precedent schepping zou kunnen leiden. Punt 2) doorkruist daarmee dan weer het uitgangspunt dat een klant het geleende geld terug dient te betalen. Dit principe blijft voor banken ook in uitzonderlijke situaties gelden, zoals de scherpe prijsdalingen van commercieel vastgoed gedurende de *Global Financial Crisis*.

Vanuit deze contextuele kennis wordt de stap gemaakt naar de algemene financieringsliteratuur om deze relevanter te positioneren. De casus schetst een specifiek beeld van een vastgoedfinanciering die voor de crisis is opgetuigd en welke door onder andere hoge LTV's en teruglopende cashflows gedurende de crisis in problemen is geraakt. De eerder beloofde rendementen op de inbreng van het eigen vermogen zijn al geruime tijd niet meer gehaald. De casus kan daardoor ook weer een ander beeld schetsen op de oplossingsrichting voor *distressed loans* die banken tot hun beschikking hebben.

Hoofdstuk III

Theoretisch Kader;

De kapitaalstructuur voor Vastgoedondernemingen

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de Capital Stack behandeld. Dit is de financiële structuur van vreemd en eigen vermogen en de verhoudingen daartussen – ook wel kapitaals- of vermogensstructuur genoemd. De kapitaalstructuur behelst al het geïnvesteerde geld in een vastgoed asset. De wijze van kapitaalsopbouw is relevant voor de mate van risico, risicovergoedingen en de eventuele kansen op rendement. De structuur waarop het geld wordt gealloceerd en welke afspraken daarover gemaakt zijn vormen de basis van de gevolgen van een investering in vastgoed. In paragraaf 3.2 wordt ingegaan op de verschillende vormen van kapitaal. Vervolgens zal in paragraaf 3.3 het aantrekken van vreemd vermogen aan bod komen. De voordelen en risico's van het gebruik van vreemd vermogen worden tegen elkaar afgezet.

In paragraaf 3.4 komt de optimale kapitaalstructuur aan de orde. Hoe kunnen de vormen van het geïnvesteerde kapitaal zich het meest optimaal ten opzichte van elkaar verhouden? De financieringstheorie van *Modigliani & Miller* komt hier aan bod, omdat deze aan de basis ligt van de hedendaagse ideeën betreffende de kapitaalstructuur. Vervolgens worden de *Trade Off Theory* en de *Pecking Order Theory* behandeld om te zien welke keuzes het management van vastgoed ondernemingen maakt bij het aantrekken van verschillende vormen van kapitaal. Uit deze verhandeling zou vervolgens geconcludeerd kunnen worden, welke theorie voor vastgoed het meest in aanmerking komt.

In paragraaf 3.5 komt de theorie van de mezzanine financiering aan bod. Hier wordt dieper op ingegaan dan de andere vormen van kapitaal aangezien de mogelijke oplossing van de casus ligt in de mezzanine financiering.

3.2 Vormen van kapitaal in de “Capital Stack” van een vastgoedfinanciering

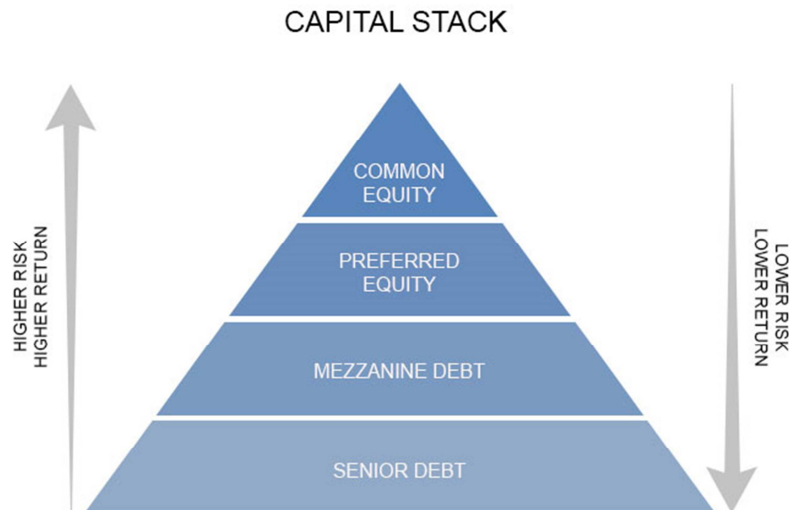
Voordat structured finance in de jaren 80 (Lively et al., 2001) zijn intrede deed was de kapitaalstructuur van een vastgoed object zeer overzichtelijk. In die tijd bestonden er maar twee vormen van vermogen. Te weten:

- eigen vermogen;
- vreemd vermogen.

Deze vormen worden ook in de huidige *Capital Stack* nog wel gebruikt. Alleen er zijn een tweetal tussenvormen bijgekomen die hieronder uitvoerig besproken zullen worden. Daarmee ontstaat er een meer dynamische gelaagdheid om de benodigde financiering te verkrijgen.

Mede door deze toegenomen complexiteit wordt de huidige *Capital stack* vaak als Pyramide aangeduid. Dit aangezien er tegenwoordig zowel in risico als in hoeveelheden wordt gedacht. Hoe hoger in de Pyramide, hoe groter het risico en hoe hoger het rendement is. Maar ook hoe hoger in

de Pyramide, hoe kleiner het aandeel is in het totaal geïnvesteerde vermogen. Feitelijk komt het er op neer dat er financiers zijn, die hetzij risicodragend hetzij risicomijdend willen investeren.



Figuur 5 bron: Propertyshares.com

Bovenaan staat het normale eigen vermogen. Dit kan aandelenkapitaal zijn of eigen geïnvesteerd vermogen. Dit vermogen wordt vaak ook het ondernemend vermogen genoemd. Bij deze vorm van vermogen is er geen sprake van een vaste vergoeding, wel van een gewenst rendement. De verschaffers van het normale eigen vermogen delen in winst en verlies (Vrijland, 1992).

Vervolgens komt de *preferred Equity* aan bod. Dit is een vorm van eigen vermogen dat door derden in de onderneming wordt geïnvesteerd. Hierbij bestaat vaak de mogelijkheid om het vermogen om te zetten in aandelen kapitaal. Het betreft een financieringsvorm die meestal als doel heeft het opvullen van het ontstane '*funding Gap*' ofwel het waardegat voor overgefinancierde vastgoed *assets*. Vaak betreft het een investering in de entiteit, die eigenaar is van het vastgoed, en is in tegenstelling tot een de meeste mezzanine vormen dus geen schuld maar een vorm van eigen vermogen.

De mezzanine financiering volgt vervolgens in de '*Capital Stack*'. Een mezzanine financiering is een tussenvorm tussen vreemd en eigen vermogen. De term, mezzanine, komt uit de architectuur waar een mezzanine een tussenverdieping betekent (Robinson et al, 2011). Vastgoedeigenaren hebben vastgoed altijd gefinancierd met een combinatie van vreemd en eigen vermogen – met allen een eigen rendements en risicoprofiel. mezzanine financieringen overbruggen het gat tussen Senior lening en het ingebrachte eigen vermogen. De mezzanine staat lager in rang dan de met een hypotheek gedekte senior lening, maar hoger dan het ingebrachte eigen vermogen (Heitman, 2015). In paragraaf 3.5 wordt dieper op deze vorm van kapitaal ingegaan, aangezien het als mogelijke oplossing voor de in deze Thesis gepresenteerde casus wordt gezien.

Senior Debt is een door zekerheden gedekte vorm van vreemd vermogen. In de '*Capital Stack*' is dit de vorm van vermogen waar het minst risico's aan kleven. Aangezien het risico in het Senior gedeelte relatief klein is, ten opzichte van de andere vermogensvormen, is het rendement ook het laagst. Deze vorm van vermogen wordt ook het niet-ondernemend vermogen genoemd (Vrijland, 1992)

Onderling hebben alle soorten van geïnvesteerd vermogen ook een relatie met elkaar. Er worden bij het opzetten van een dergelijke financieringsstructuur gebruik gemaakt van uitgebreide lening-documentatie. Daarin staan afspraken met betrekking tot de verdeling van de *cashflow* afkomstig uit het vastgoed. Er wordt gesproken over de *cashflow waterfall* waarin precies wordt geregeld wie wanneer geld ontvangt en wat er gebeurt als er niet meer voldoende *cashflow* wordt gegenereerd voor volledige betalingen aan alle financiers.

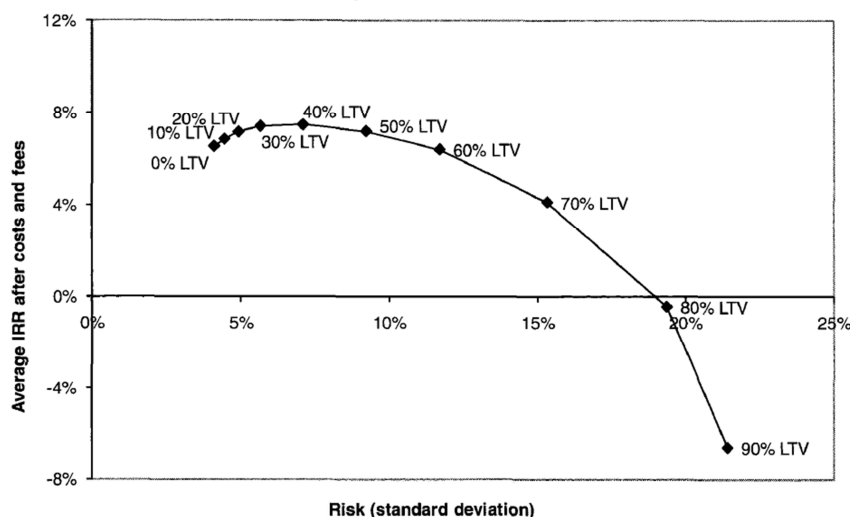
Nu de verschillende vormen van kapitaal in de *Capital Stack* zijn beschreven, volgt het alsmede de mate waarin inzetten van deze verschillende vormen. De zogeheten *Leverage*.

Leverage, ook wel hefboomwerking, ontstaat door het inzetten van vreemd vermogen, in de *Capital Stack* dus de *Senior Debt* en de mezzanine, om het rendement te verhogen, hetgeen als voordeel gezien wordt. Dat is echter niet het enige voordeel van *Leverage*:

- Het kapitaalintensieve karakter van vastgoed maakt het noodzakelijk dat er met vreemd vermogen wordt gewerkt. Investerings in nieuw aan te kopen vastgoed zijn vrijwel onmogelijk met alleen eigen vermogen.
- Doordat betaalde rente op vreemd vermogen in veel landen aftrekbaar is van de belasting kan *Leverage* de functie hebben van een belastingschild.
- Door het gebruik van *leverage* ontstaat er een grotere mogelijkheid om een goed gediversifieerde portefeuille op te bouwen. Er is feitelijk gezien meer *slagkracht* bij een gelijkblijvend eigen vermogen.

Nadelen *leverage* (zie figuur 6. Het risico neemt toe terwijl rendement afneemt bij toenemende *leverage*)

- Risico verhogend. Bij een neergaande vastgoedmarkt wordt eerst het eigen vermogen geraakt. Indien er te hoog is gefinancierd, kan er een situatie ontstaan dat het gehele geïnvesteerde eigen vermogen door de daling van de waarde van het vastgoed verloren gaat.



Figuur 6 bron: Hoorneman, van der Spek, 2013

- Verschuiving van controle van de eigenaar naar de schulders. Op het moment dat investeerders instappen, zullen zij te allen tijde zeggenschap, of de mogelijkheid om zeggenschap te verkrijgen, eisen.
- Rente moet vergoed worden, dus de cashflow in de onderneming moet blijven draaien om de kosten van schuld blijvend te kunnen voldoen.

Er lijken zodoende meer voordelen te zijn om vastgoed gedeeltelijk met vreemd vermogen te financieren, maar hoe wordt de optimale verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen nu bepaald? Om daar antwoord op te kunnen geven, zonder daarbij de volledige rekenkundige gedachtegang erbij te betrekken kan het antwoord gevonden worden in de optimale financieringsstructuur, die door de financieringstheorieën getracht wordt te vinden.

Draait het om het de optimale vermogensstructuur of gaat het om de financiële voorkeuren van het management? Deze vraag kan beantwoord worden aan de hand van twee financieringstheorieën, de *Trade off Theory* en de *Pecking Order Theory*. Alvorens hierop nader in wordt gegaan, zal de basis van de financieringstheorieën worden behandeld, namelijk de theorie van Modigliani & Miller

3.3 Financieringstheorieën

3.3.1 Theorie van Modigliani en Miller (MM)

Modigliani & Miller (1958, 1963) hebben baanbrekend werk verricht in de wereld van de bedrijfsfinanciering, met hun artikel "*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*". De vraag die zij stelden was of er een optimale verhouding is tussen schuld en eigen vermogen, waarmee de waarde van de onderneming wordt gemaximaliseerd en wat de determinanten zijn voor deze optimale kapitaalstructuur (Voordeckers, 1996).

De financieringstheorie gaat hiertoe uit van een aantal expliciete en impliciete assumpties:

- De kapitaalmarkt is een perfecte markt;
- Er zijn geen belastingen;
- Er zijn geen transactiekosten;
- Er zijn geen kosten verbonden aan faillissementen;
- Er is sprake van informatie-symmetrie in de markt.

In twee stellingen komt de theorie van Modigliani & Miller (ook wel de *finance doesn't matter* theorie) tot uiting:

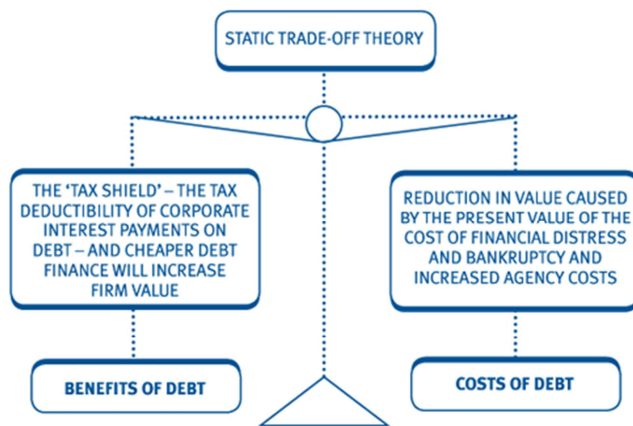
- I. De kapitaalstructuur van een onderneming heeft geen invloed op de waarde van diezelfde onderneming.
- II. Het verwachte rendement op het eigen vermogen is gelijk aan het rendement van het totale vermogen vermeerderd met een premie voor het financieel risico. Met andere woorden als er meer vreemd vermogen wordt aangetrokken stijgt het risico op het eigen vermogen, waardoor ook de kosten van eigen vermogen (lineair) stijgen.

De stellingen van MM zijn ook nog steeds van toepassing in het geval dat er risicovolle schulden worden geïntroduceerd in de kapitaalstructuur.

In 1963 wordt de theorie uitgebreid en worden de effecten van vennootschapsbelastingen meegenomen in de theorie. Dit omdat in veel landen rente op schuldfinancieringen fiscaal aftrekbaar zijn van de te betalen vennootschapsbelasting. (Modigliani & Miller, 1963)

3.3.2 Trade Off Theorie (TOT)

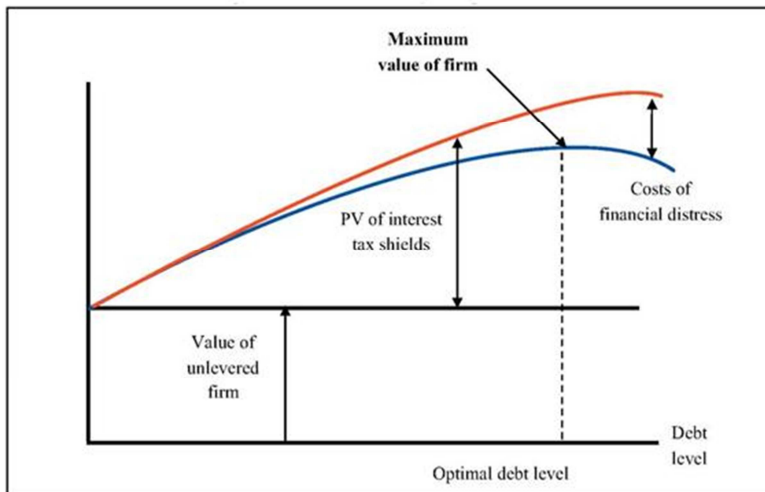
Volgens de Trade Off Theorie van Kraus & Litzenberger (1973), welke gebaseerd is op de theorie van Modigliani & Miller, zoeken ondernemingen naar de optimale verhouding tussen fiscale voordelen



van vreemd vermogen enerzijds en doorberekende kosten voor de verhoogde kans op een faillissement anderzijds. De achterliggende opvatting is dat bij een toename van vreemd vermogen ook de kans op een faillissement toeneemt. Hierdoor zullen de verschaffers van vreemd vermogen eventuele kosten van een faillissement en de kans daarop doorberekenen in de kosten van het verschafte vreemd vermogen.

Figuur 7 bron: Kaplan Financial Knowledgebank 2012

Uiteindelijk leidt dit tot een optimale schuldverhouding zoals in onderstaande grafiek wordt weergegeven.



Figuur 8 bron: Acadamlib.com 2014

Redenerend vanuit de trade off Theorie zullen de kosten voor een eventueel faillissement aanzienlijk lager zijn bij vastgoedondernemingen. Dit aangezien zij voor een groot deel onderliggende zekerheden kunnen verschaffen aan de verschaffers van vreemd vermogen. Deze zekerheidsverschaffing zal een dempend effect hebben voor de faillissementskosten waardoor vastgoedondernemingen over het algemeen een hoger schuld niveau (kunnen) hebben dan

ondernemingen uit andere branches. Deze constatering wordt bevestigd in recent onderzoek van Owusu-Ansah (2009).

3.3.3 Pecking Order Theorie (POT)

Volgens de “Pecking Order Theorie” van Myers (1984) laten ondernemingen zich bij financieringskeuze leiden door de volgende pikorde, mede omdat er een informatie asymmetrie bestaat tussen het management en de externe investeerders ook wel verschaffers van eigen vermogen (Morri & Cristanziani, 2009).

- Interne financiering gegenereerd uit de onderneming;
- Financiering middels vreemd vermogen;
- Financiering middels extern eigen vermogen.

De redenering die hier uit voortvloeit, is dat de kosten van de bovengenoemde vermogensvormen relatief fors verschillen. Financiering door interne bronnen is de goedkoopste vorm van kapitaal, gevolgd door vreemd vermogen en uiteindelijk door extern eigen vermogen. Het gewenste rendement van eigen vermogen verschaffers ligt veel hoger dan de rendementen die gevraagd worden bij vreemd vermogen verschaffers.



Figuur 9 bron: Kaplan Financial Knowledgebank 2012

De Pecking Order Theorie kan zelden volledig opgaan, aangezien ondernemingen vrijwel nooit eigen vermogen ophalen uit de markt indien ze ook schuld kunnen aangaan (Bond & Scott, 2006).

3.4 Welke theorie is specifiek toepasbaar voor vastgoedondernemingen?

Voor vastgoedondernemingen is de grootte van een onderneming één van de meest relevante factoren die overeenkomt met de TOT. Grotere bedrijven worden door uitleners als veiliger beschouwd (Morri & Artegiani, 2014) omdat ze meer gediversifieerd zijn.

Ook hier wordt bevestigd dat vastgoed in deze een extra positieve uitschieter is. Uit Zweeds onderzoek (2002) blijkt dat vastgoedondernemingen relatief een veel hogere leverage hebben dan ondernemingen in overige sectoren van de economie zoals IT- en zorgondernemingen. Dit is niet verwonderlijk aangezien – zoals ook reeds aangehaald - vastgoedondernemingen over het algemeen veel meer zekerheid kunnen verschaffen aan kapitaalverstrekkers. Hiermee is het financieren van vastgoedondernemingen een kapitaalintensieve business.

Over het algemeen wordt er in verschillende onderzoeken geconcludeerd dat de TOT (en dus de Modigliani & Miller Theorie) meer invloed heeft op de keuze voor de kapitaalstructuur van vastgoedondernemingen dan de POT. Achter deze versimpelde conclusie gaat echter een veel diverser beeld schuil. Zo komt er uit een onderzoek van Bond & Scott (2006) naar voren dat de POT beter toepasbaar is op vastgoedondernemingen uit het VK dan de TOT. Dit als gevolg van het feit dat onder meer ook vastgoedeigenaren zo min mogelijk eigen vermogen willen inzetten bij het financieren van vastgoed, omdat vastgoed een zeer kapitaalintensieve branche is. Overall kan wel

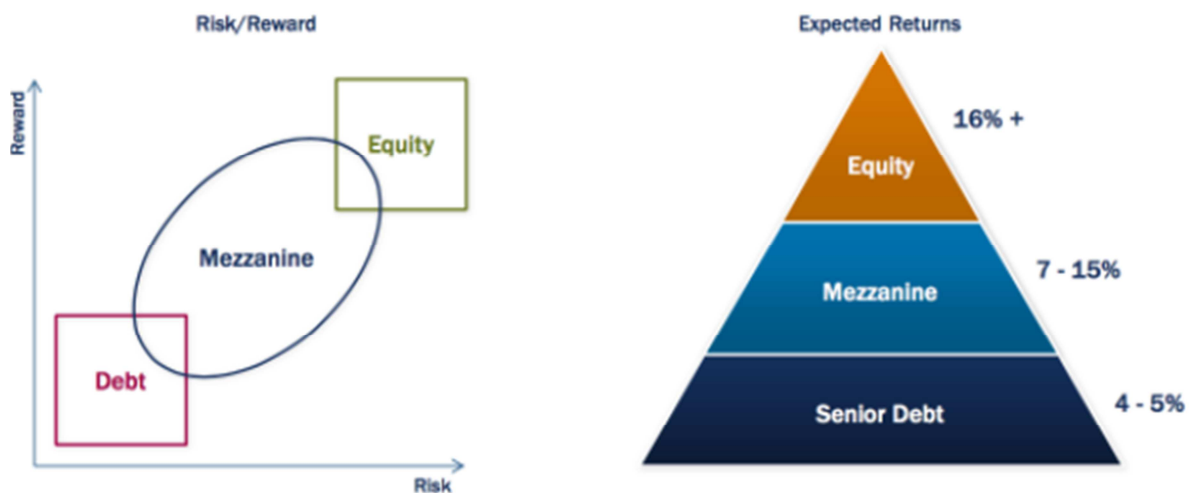
gesteld worden dat de keuzes van vastgoed ondernemingen niet vanuit een bepaalde theorie worden genomen. De literatuur geeft in deze ook een tegenstrijdig beeld waarbij volgens het een onderzoek de TOT prevaleert boven POT maar een ander onderzoek geeft een 180 graden ander beeld. Daarnaast stelt Geltner e.a. (2013) dat vastgoed als relatief stabiele beleggingsvorm het gebruik van hogere LTV's ondersteunt en dat dat daarmee ook als norm geldt in de vastgoedsector.

Er is dus niet een specifieke financieringstheorie die in de meeste gevallen opgaat voor vastgoedondernemingen, waarmee deelvraag één van deze Thesis is beantwoord.

3.5 Mezzanine financiering. Uitgediept!

Mezzanine wordt vaak gebruikt als een containerbegrip voor verschillende soorten achtergestelde leningen die ten opzichte van de Senior lening worden gepositioneerd (Lively, 2001). Dit omvat de range van junior financiering, delend in de zekerheidsrechten van de Senior positie, tot een *Equity* financiering waarbij deze meer wordt gestructureerd als financiering, vaak uit fiscale overwegingen. Met andere woorden, er zijn vele termen die gebruikt worden om het gat tussen de Senior lening en het eigen vermogen op te vullen (Lively, 2001).

Mezzanine financieringen kunnen zeer aantrekkelijke risico-/rendementsverhoudingen bieden aan investeerders (Watkins, 2003). Positief is dat door de breedte aan mogelijkheden maakt, dat de onderhandelingen relatieve speelruimte bieden in de voorwaarden. Echter kleven er ook bezwaren aan de mezzanine. De kredietdocumentatie moet – uiteraard - op orde zijn. Om de documentatie op orde te krijgen moet in ieder geval de volgende zaken worden meegenomen.



Figuur 10: bron Heitman 2015

Criteria voor een mezzanine deal (Watkins, 2003)

- De gemiddelde LTV range van de Senior lender ligt tussen de 50 en 70%
- Tot 95% kan worden opgevuld door de mezzanine, waarbij er verschillende LTV ranges zijn binnen die opvulling met verschillende risico-/rendementsverhoudingen.
- Als zekerheid zal de mezzanine verstrekker het liefst een recht van 2^e hypotheek verkrijgen. Dit zal echter door de Senior Lender niet snel worden toegestaan.

- Vervolgens kan worden afgesproken dat middels een akte van toekomstige cessie kan worden vastgelegd dat in geval van, vooraf beschreven situaties, default de mezzanine Lender grip kan krijgen op de onderliggende panden.
- Ingeval van hogere LTV's (boven 90%) wordt er vaak gebruik gemaakt van Joint Ventures. Aangezien er dan gesproken kan worden van inbreng van Eigen vermogen. Deze vorm van mezzanine is een ook wel een *Preferred Equity* financiering.

Over het algemeen worden mezzanine financieringen verstrekt voor een periode van drie jaar met de mogelijkheid van verlenging met één jaar daarna. Voor de Senior positie is het van essentieel belang dat de mezzanine financiering langer loopt dan de Senior financiering. Dit teneinde de zekerheidspositie van de Senior blijvend te waarborgen. Indien de mezzanine eerder expireert dient deze voldaan te worden en gaat het risico over naar de Senior, die nog geen opeisingsmogelijkheden heeft.

In de Inter Creditor Agreement (ICA) worden afspraken gemaakt tussen de *Senior Lender* en de *mezzanine Lender*. Deze afspraken gaan voornamelijk over wat te doen als het misgaat. In de Inter Creditor Agreement komt de positie van de Senior Lender aan bod, maar zeker ook de positie van de mezzanine Lender. Het voordeel voor de Senior Lender om een ICA uit te onderhandelen is eigenlijk tweeledig. Ten eerste krijgt de Senior Lender, middels de ICA, het comfort van een contractuele achterstelling van de mezzanine financiering. Ten tweede kan de *mezzanine Lender* geen beheersmaatregelen starten als de Senior Lender dat nog niet heeft gedaan, of dat de mezzanine Lender eigenaar van het ondergezette vastgoed wordt, tegen vooraf bepaalde criteria (Cybul & Mandel, maart 2017)

In ieder geval wordt in de ICA geregeld:

- De communicatie tussen de *Senior* en *mezzanine Lender*;
- Het per direct, over en weer, melden van een Default en/of een betalingsachterstand;
- Het recht van de *mezzanine Lender* om elke default binnen een overeengekomen periode te mogen (en niet moeten) repareren, voordat de Senior Lender over kan gaan tot het ten uitvoer brengen van zijn recht van parate executie;
- Het recht om te executeren als de mezzanine positie niet wordt geserved. Deze zal over het algemeen niet opgaan aangezien bijna elke Senior Lender hiermee niet akkoord zal gaan;
- Goedkeuringsrechten voor de mezzanine Lender voor bijvoorbeeld huurcontracten, verzekeringen, MJOP's, het aanstellen van asset-en/of property managers en overige vastgoed gerelateerde beslissingen;
- De mogelijkheid voor de *mezzanine Lender* om mezzanine zekerheidsrechten uit te oefenen. Deze mogelijkheid is echter wel omgeven met verschillende waarborgen voor de *Senior Lender*.

Voorwaarden en de Exit strategie zijn voor een mezzanine financiering van het grootste belang. Aangezien de mezzanine verstrekker geen harde zekerheden heeft is een van tevoren uit onderhandelde exit strategie absoluut noodzakelijk (Watkins, 2003).

De beste exit die mogelijk is, is dat zowel de Senior Lender en de mezzanine Lender geheel worden terugbetaald, inclusief rente en overige overeengekomen vergoedingen. Dit is vaak het geval als het onderliggende vastgoed wordt verkocht of als er voldoende waardeontwikkeling is geweest, waardoor een herfinanciering mogelijk is.

Een andere mogelijke exit is dat de *cashflow* komend uit het onderliggende vastgoed voldoende is voor de leninglasten van de *Senior Lender*, maar dat deze niet voldoende is voor de volledige betaling van de mezzanine Lender. In voorkomend geval zullen de Leningnemer en de mezzanine verstrekker gaan onderhandelen over de ontstane situatie. De documenten die hierbij van groot belang zullen zijn, zijn de mezzanine financieringsdocumentatie, de (eventuele) *Joint Venture* overeenkomst en natuurlijk de *Inter Creditor Agreement*. In de meeste gevallen zal de Leningnemer een mogelijk executietraject zo lang mogelijk willen uitstellen om te kunnen profiteren van de toekomstige mogelijke waarde­stijging en/of de stijging in de *cashflow*. De Leningnemer heeft dus baat bij een oplossing met de mezzanine verstrekker. Er zijn in voorkomend geval eigenlijk twee mogelijke uitkomsten.

- De mezzanine financiering zal geherstructureerd worden of;
- De mezzanine verstrekker zal, conform overeengekomen documentatie, in de plaats treden van de Leningnemer en de eigendom van het ondergezette vastgoed verkrijgen.

In het laatste geval zal de mezzanine verstrekker, nu als eigenaar van het vastgoed en daardoor ook als Leningnemer van de *Senior* positie, om tafel moeten met de *Senior Lender* om de doorbroken *covenants* te bespreken en hoe deze situatie kan worden hersteld.

Indien uit de *cash flow* ook de leninglasten van de *Senior* positie niet meer kunnen worden voldaan, zal de mezzanine positie al de rol van eigen vermogen verstrekker hebben overgenomen.

De mezzanine verstrekker zal dan als eigenaar van het vastgoed het vervolg van de Senior lening met de Senior verstrekker gaan bespreken. Ook in dit scenario speelt de *Inter Creditor Agreement* ook een zeer belangrijke rol. Indien daarin is overeengekomen dat de mezzanine positie *defaults* mag repareren, kan de mezzanine verstrekker het tekort aan *cash flow* aanvullen zodat de Senior positie volledig geserviced wordt. Dit met het oog op mogelijke toekomstige waarde­stijgingen van het vastgoed waardoor de mezzanine positie wellicht weer “boven water” komt. Indien bovenstaande, om wat voor reden dan ook, niet mogelijk blijkt, zal de Senior Lender haar rechten uit oefenen en tot executoriale verkoop overgaan. Waardoor waarschijnlijk de positie van de mezzanine volledig als verlies genomen dient te worden.

Met bovenstaande uiteenzetting van de kenmerken van de mezzanine financiering uit verschillende literatuur bronnen is de tweede deelvraag (wat is een mezzanine financiering?) beantwoord.

Hoofdstuk IV

Methoden en Analyse

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komen de literatuur en de uitkomsten van de interviews samen in het datagrid waarin de diverse visies, op de mezzanine financiering en de casus, de revue passeren. In Paragraaf 4.2 wordt beschreven hoe de interviewtopics tot stand zijn gekomen. Daarna wordt behandeld hoe de casus en de literatuurstudie uiteindelijk hebben geleid tot het datagrid. Ook komt de keuze voor de verschillende respondenten aan bod. Vervolgens zal aan de hand van het datagrid de uitkomsten van de interviews behandeld worden en volgt er een antwoord op de vraag of een mezzanine financiering voor een dergelijke casus ook mogelijk is. In paragraaf 4.3 wordt de oplossingsmogelijkheid ook in breder perspectief geplaatst en wordt de mogelijkheid om een gehele NPL portefeuille van een Nederlandse bank middels een mezzanine financiering op te lossen nader bestudeerd.

4.2 Onderzoeksmethode

Voor het onderzoek is gekozen om middels een vorm van ongestructureerde (of ook wel topic-) interviews experts te bevragen omtrent het onderwerp van de mezzanine financiering in het algemeen en meer diepgaand op de voorliggende casus. Voor deze vorm is onder meer gekozen om van het standpunt van de geïnterviewde uit te gaan. De geïnterviewde is de expert op het gebied van achtergestelde financieringen en van mezzanine financieringen in het bijzonder. Het topic interview geeft de grootste mogelijkheid om alle aspecten van de mezzanine mogelijkheid op de casus de revue te laten passeren.

Een uitgebreide literatuurstudie over de mezzanine financiering heeft in samenhang met de casus geleid tot een topiclijst die tijdens de interviews als leidraad heeft gediend om het interview zo diepgaand mogelijk te kunnen voeren.

De topiclijst is samengesteld door vanuit de casus oplossingsgericht na te gaan welke zaken aan bod dienen te komen om de oplossingsrichting daadwerkelijk te kunnen bereiken. De topics die in het datagrid naar voren komen zijn verpakt in vragen tijdens de interviews. Aangezien eenieder van de geïnterviewden vanuit zijn eigen invalshoek de casus benaderd, is er geen standaard vragenlijst gebruikt. Bij alle interviews is als laatste vraag gesteld of de oplossingsrichting voor deze casus kans van slagen heeft.

Tijdens het uitwerken van de casus kwamen issues naar voren die een dieper onderzoek verdienen. Deze onderwerpen zijn vervolgens in het literatuuronderzoek meegenomen waarbij is getoetst of dat ook daadwerkelijk belanghebbende onderwerpen zijn.

De belangrijkste topics die tijdens dit proces aan het licht kwamen zijn:

- De hoogte van de senior en mezzanine lening;
- De *cashflow* die wordt gegenereerd en welke rendementen aan de financiers kunnen worden betaald;
- Enkele voorwaarden die benodigd zijn om tot een dergelijke financiering te komen, zoals onder andere looptijden;

- De communicatie tussen eigenaars, investeerders en financiers;
- De onderlinge verhoudingen tussen financiers en de daarbij behorende Inter Creditor Agreement;
- De kwaliteit van de eigenaar, zijn businessplan, het assetmanagement en de management vergoeding;
- De onderliggende portefeuille en bijbehorende Due Dilligence processen;
- De vraag of er een realistisch scenario mogelijk is om deze transactie te laten slagen?

Nadat de topics gereed waren is aan de hand van een longlist een selectie gemaakt voor de te interviewen experts. De vereisten voor de experts die bij die selectie golden zijn:

- Autoriteiten op het gebied van Debt Advisory, structured finance en overige vastgoed gerelateerde financieringsvraagstukken.
- Ruimschoots ervaring met het structureren van een mezzanine financiering
- (Als adviseur) betrokken bij een of meerdere partijen die een portefeuille van distressed vastgoedfinancieringen beheren.

Het is voor de onderzoeker niet mogelijke gebleken een overzicht te hebben van de totale populatie die aan deze vereisten voldoet. Echter, alle respondenten gaven aan dat het gaat om een relatief select gezelschap waarvan middels de respondenten een valide en representatieve selecte steekproef is genomen. Hiertoe is uit de longlist een shortlist gecreëerd van personen die positief hebben gereageerd op het verzoek om mee te werken aan het interview. Deze respondenten voldoen allen aan de hierboven genoemde vereisten. Het gaat dan om:

- CBRE, waar Robert-Jan Peters actief is, is een wereldwijde allround vastgoedadviseur die in financieringsproblematiek zowel financiers als eigenaren en beleggers bijstaat. Tevens is het Debt and Structured Finance team van CBRE gespecialiseerd in acquisitie en verkoop van leningen en lening gerelateerde diensten.
- Maarten Arnoldy van UniforeDMC heeft naast een 'debt advisory' tak nu ook een platform gecreëerd om vastgoedleningen in de markt aan te bieden.
- Jan Eduard Thompson van Beaufort Consulting heeft de klant (altijd) als uitgangspunt en de daarbij behorende problematiek. Beaufort Consulting treedt niet op voor financiers maar altijd voor partijen die financieringsvraagstukken hebben. Daarnaast heeft Thompson ruime ervaring opgedaan in de bancaire *Structured finance* wereld
- Profound Assset Management van Frans Peter Daemen is een assetmanager die het management voert voor een groot aantal vastgoedfondsen. In die hoedanigheid heeft Daemen te maken geregeld te maken met *structured finance* zaken. Daemen Managet ook een aantal fondsen die zich in een distressed situatie bevinden. Daarnaast heeft Daemen in het verleden bancaire, en specifiek Bijzonder Beheer, ervaring opgedaan bij FGH Bank.
- Eric Gottenbos heeft voor Rabobank en FGH bank, vanuit de '*restructuring and Recovery*' rol, veel ervaring opgedaan met '*structured*' vastgoedfinancieringen (zowel nationaal als internationaal).

4.3 Mezzanine financiering voor vastgoed - op de Nederlandse markt

Mede door de in hoofdstuk 2 genoemde oorzaken is de vastgoed financieringsmarkt sinds de GFC substantieel veranderd. Daar liggen drie oorzaken aan ten grondslag, te weten:

- De waarde van vastgoed is fors gedaald na het uitbreken van de GFC. Nu zijn er in sommige assetclasses en in sommige regio's weer verbeteringen waar te nemen, maar dat doet niets af aan het feit dat er veel vastgoed nog niet de waarde heeft van voor de GFC.
- Banken hebben in toenemende mate behoudender normen voor het financieren van vastgoed. Daarnaast is DNB aan het onderzoeken of er een systeem van voorwaarden voor vastgoedfinancieringen opgelegd kan worden, analoog aan de maatregelen voor woningfinancieringen (Hilbers & Nijskens, 2016). Gedacht moet worden aan maximale LTV niveaus en een minimale DSCR. Volgens recent onderzoek van Syntrus Achmea Real Estate & Finance (2016) maken banken een terugtrekkende beweging in het financieren van vastgoed.
- Aanwezigheid van buitenlandse toetreders, die niches van de markt overnemen hetgeen voor een meer dynamische en volwassen markt zorgt (Syntrus Achmea Real Estate & Finance, 2016).

Door deze wijzigingen in de vastgoedfinancieringsmarkt is er ook meer vraag naar verschillende vormen van financiering. De eenvoudige Senior vastgoedfinanciering, die de markt kende van voor de GFC is niet meer voldoende om het hele segment te bedienen (CBRE, 2017).

Mezzanine is mede daarom bij uitstek een financieringsvorm voor vastgoed. Vastgoed eigenaren zoeken over het algemeen naar een zo hoog mogelijke *leverage*, waardoor er zo min mogelijk eigen vermogen per asset geïnvesteerd moet worden, zodat er meer *assets* gekocht kunnen worden met het voor handen zijnde eigen vermogen (Lively, 2001).

De mezzanine is duurder dan een senior lening maar echter weer goedkoper dan de inzet van eigen vermogen (Cybul, 2017), waardoor het een flexibele en goedkopere manier is om de inzet van eigen vermogen te verkleinen. Hetgeen voor eigenaren van een vastgoedportefeuille van belang is omdat met een geringere inzet van eigen vermogen en dus een hogere *leverage* een grotere portefeuille te kunnen verkrijgen. Daar komt nog bij dat in tegenstelling tot het extern ophalen van eigen vermogen een mezzanine er voor zorgt dat de eigenaar meer de controle over het vastgoed kan behouden.

Mezzanine is ook goed inzetbaar op de ontwikkeling van vastgoed. De ontwikkelaar heeft zelf vaak beperkte mogelijkheden tot het inzetten van eigen vermogen voor het ontwikkeltraject. Een ontwikkeltraject is vaak een langdurig en kapitaalintensief project waardoor het voor de ontwikkelaar ook niet gunstig is de gehele overbrugging vanaf het Senior deel van de kapitaalbehoefte te financieren. Naast de reden dat daarmee een gat wordt geslagen in de liquide positie van de ontwikkelaar, is het ook nog voordeliger om een mezzanine financiering aan te trekken (Watkins, 2003)

In het verleden hebben mezzanine financieringen in vastgoed (gesloten tussen 2005 en 2008) slecht gepresteerd en hebben daardoor een slechte naam gekregen, echter nu zijn deze financieringen veel stabiel en zekerder geworden (Heitman, 2015).

Volgens CBRE is de mezzanine financiering een onmisbaar instrument in de Nederlandse vastgoedmarkt. Banken hebben een gat laten vallen in de positie die zij bekleden in de Nederlandse markt. Dit gat kan zeer goed door de mezzanine financiering worden opgevuld.

4.4 Is een mezzanine financiering inzetbaar op deze casus?

Onderstaand zijn de uitgangspunten van deze casus schematisch weergegeven.

Casus Vastgoedfonds X					
Uitgangspunten			Cashflow (CF)		CF verloop
waarde vastgoed	€	96.936.000	Huurinkomsten	€ 9.366.000	€ 9.366.000
financierings behoefte	€	93.640.000	Opex	€ 1.811.651	€ 7.554.349
Obligo Senior	€	60.100.320	Capex	€ 250.000	€ 7.304.349
Rente Senior	2% 3 mnds Euribor		Managementfee	€ 1.330.000	€ 5.974.349
Aflossing Senior	2%		Rente Senior	€ 1.202.006	€ 4.772.343
LTV Senior	62%		Aflossing Senior	€ 1.500.000	€ 3.272.343
Looptijd Senior	3 jaar		Rente Mezzanine	€ 3.272.343	€ -
Obigo Mezzanine	€	33.539.680			
looptijd Mezzanine	4 jaar				
marge Mezzanine	10%				

Figuur 11 uitgangspunten en cashflow verloop Vastgoedfonds X

De uitgangspunten zijn gebaseerd op zowel literatuur als op basis van hetgeen gebruikelijk is in de dagelijkse praktijk. De LTV is gebaseerd op de gemiddelde LTV van vastgoedfinancieringen in Nederland. Verder zijn de gegevens uit de cashflow kolom de werkelijk door het fonds gehanteerde getallen.

Kan er een vorm van mezzanine ingezet worden op deze casus? Aan de hand van literatuuronderzoek en diverse interviews is getracht om op deze vraag een valide antwoord te vinden.

In de literatuur, vooral Angelsaksisch van aard, is onderzocht of er op basis van de belangrijkste parameters voor dergelijke financieringen een mogelijkheid bestaat dat er een mezzanine financiering wordt verstrekt voor deze casus. Naast de uitkomsten van het literatuuronderzoek zijn de uitkomsten van de interviews verwerkt in onderstaand schema teneinde onderbouwd tot een antwoord te komen op deze vraag.

Schema uitkomsten interviews	uitgangspositie	Literatuur	Robert Jan Peters CBRE	Maarten Arnoldy UniforeDMC Real Estate Capital	Jan Eduard Thompson Beaufort Consulting	Frans Peter Daemen Profound Assetmanagement	Eric Gottenbos FGH Bank Bijzonder Beheer
LTV Range Senior	62%	tot 70%	Niet van belang als het maar betaald kan worden.	Die kan zelfs nog wel naar 70%	Waarom draai je het niet om. De bank blijft op het toprisico stuk zitten en zet het senior gedeelte weg.	Dat maak niet zoveel uit als het risico maar verlaagd wordt. Kan zelfs tot 85%	tot 65% is er sprake van een safe financiering
LTV Mezzanine	van 62% tot 95%	van 10 tot 30%	voor een echte Mezzanine is 95% te hoog. Het wordt dan eerder preferred equity	Mezz gaat tot ongeveer 85% Dus niet ver genoeg voor deze casus.	sommige partijen zeggen tot 85% te gaan, maar in de praktijk zien we ze maar tot max 80% gaan	Gaat eigenlijk meer om de kwaliteit van de cashflow en het vastgoed	Met Pref Equity zelfs wel tot 100%
Rendement Mezzanine	10%	7% tot 15%	bij een echte Mezzanine zou dat voldoende moeten zijn.	8-15%	Rendement voldoende voor normale mezzanine.	tussen de 8 en 12%	8 en 12%
Rendement Pref Equity	-	vanaf 16%	17/18%	20%	tussen 15% en 25%	rond de 20%	naar 15%
Pik rente	Nee, niet benodigd	Behoort zeker tot de mogelijkheden	Ja, dat is nodig omdat de cashflow niet voldoende is voor de rendementseis	Zou inderdaad kunnen. Dan moet er echt wel een goede businesscase zijn	Je kunt zeker een deel van de rente en fees oprollen in de financiering	Kan helpen in het laten slagen van de transactie.	Op laatste stuk PIK, met fallback naar controlerend belang onderneming
Cap in returns	Wel een cap op 11%	-	Geen Cap.	Niet besproken	geen Cap ivm Equity achtige structuur	-	-
looptijd	3 jaar met een verlengings optie van 2x1 jaar.	5 jaar	5 jaar structuur meestal aflossing na 3 a 4 jaar. Senior korter dan mezzanine	3 jaar is gebruikelijk	3 a 4 jaar	Dit moet echt een bridge oplossing zijn. Landurig is dit anders niet op te brengen	3 jaar waarbij de Mezzanine langer moet lopen
Mezzanine financier en de Link met de Senior	Ja heel erg. De senior is de originator		Nee, aangezien het een pref equity transactie zou moeten worden	Kan zeker	Deze is van essentieel belang, vooral in de onderhandelingsfase van de Inter Creditor	Die is van belang in de onderhandelingsfase	Crossdefault en 2e hyp en beïnvloeding waterfall, grip op Cashflow
Mezzanine financier en de Link met de Equity	Die moet instemmen, en het assetmanagement op zich nemen		Is heel groot. Het draait om het Businessplan dat door de Eigenaren wordt opgesteld		Is zeer groot	Die moet er zeker zijn.	Vertrouwen moet groot zijn in huidig management
Businesscase	Van groot belang		Van groot, eigenlijk essentieel, belang. Zonder een zeer goede case geen financiering	Van zeer groot belang	De businesscase moet solide zijn en zal gebackcheckt worden	Moet uitgaan van de kwaliteit van de assets en de rentroll.	100% helder en duidelijk
Assetmanager	Van groot belang	Assetmanager is ook een asset	Van zeer groot belang. De Assetmanager is ook een asset!	De assetmanager is zeer belangrijk en moet kunnen worden vervangen indien nodig. Graag met normale management vergoeding met performance fee. Wel van groot belang voor de businesscase	belangrijk; de assetmanager is ook een asset	Van groot belang om het businessplan uit te werken	100% vertrouwen, indeplaatsstelling in contracten, waarbij de assetmanager kan worden vervangen
Inter Creditor Agreement	Zeer belangrijk om goed uit te onderhandelen	Belangrijk om goed uit te werken	Niet zo belangrijk, er is een standaard documentatie voor en wordt door juristen in korte tijd uitonderhandeld	Belangrijk document en vaak lang onderhandelen nodig.	Is van zeer groot belang om de rechten en plichten van de mezz goed te regelen. Is in de regel een zeer langdurig onderhandelingstraject	Daar kom je wel uit	Daar kom je wel uit.
DD issues			Fors en tijdrovend proces	Alles moet geDD't worden en dus soms teveel onderzoek. Zelf commerciële DD's op een LTV 70%	Veel DD processen die daarbij ook nog eens kostbaar zijn en lang (kunnen) duren	Langlopend traject. Maar daar kom je wel uit	Mezzanine fondsen zitten heel strak in de DD. Alles wordt totaal uitgelicht
Granulaire portefeuille	Is in principe geen obstakel	nvt	Zeer divers wat het moeilijk maakt om de kosten van de DD in de perken te houden		Maakt de transactie niet makkelijker ivm extra tijd en kosten	Afhankelijk van de value-add mogelijkheden	De locaties vormen wel een obstakel voor de transactie
Management vergoeding	Kan blijven als incentive om het businessplan uit te voeren en bij te sturen waar nodig	nvt	Geen issue. In een Preferred Equity deal wordt deze er waarschijnlijk helemaal uitgesloopt of winstafhankelijk gemaakt	De hoogte ervan lijkt een probleem. Door die vergoeding heeft het management geen enkele incentive om te verkopen	Heel hoog, maar wordt door de mezz waarschijnlijk als incentive instand gehouden	Winst afhankelijk maken. De huidige fee is te veel te hoog	Koppelen aan prestaties. Als die zeeg goed zijn kunnen wellicht nog meer verdienen
Gaat de transactie lukken	Ja	nvt	Ja, mits je hem structureerd als Pref Equity. Alsdan wordt het nog steeds een uitdaging	Nee, deze is interessant, maar te lastig. De LTV is te hoog.	Wordt heel lastig vooral omdat de ICA onderhandelings-eindeloos duren. Dat komt mede doordat de Senior bank vaak niet een gespecialiseerd team erop zet.	Dat kan zeker. Als er maar genoeg cashflow voor de mezzanine is.	De uitdaging zit hem vooral in de locatie en de kwaliteit van de assets.

Figuur 12: datagrid met uitkomsten van de interviews

Hieronder zal meer diepgaand aandacht worden besteed aan de analyse.

Zoals te zien in het schema blijkt uit de literatuur dat een gemiddelde senior vastgoedfinanciering niet boven de 70% LTV zal uitkomen. Gemiddeld liggen de LTV's voor seniorfinancieringen echter beduidend lager op ongeveer 62%. Vandaar dat in de casus ook wordt gerekend met een LTV van de senior financiering van 62%.

Boven op de Senior lening beschrijft de literatuur dat er een mezzanine deel op kan variërend van 10% tot 30% van de waarde van het vastgoed. Echter wordt er ook beschreven dat de maximale LTV van een mezzanine op ongeveer 85% ligt. Daarna wordt er eerder gesproken over een structuur met een *preferred Equity* (Watkins, 2003). De rendementen die gevraagd worden voor een normale mezzanine liggen in de range van 7% tot 15% en voor *Preferred Equity* liggen de gevraagde rendementen vanaf 16% (Heitman, 2015). Logischerwijs zijn deze rendementen niet altijd gedurende de looptijd te realiseren. Daarom kan de mezzanine financier, mede door de *value-add* mogelijkheden, ervoor kiezen om een gedeelte achteraf te krijgen (*Payment in Kind* (Pik) rente) (Robinson, 2011). De looptijden van mezzanine financieringen variëren. Als het risico van de financiering hoger wordt en er sprake is van een hogere LTV, neemt de looptijd af.



Figuur 13 bron Heitman 2015

De gemiddelde vooraf aangeboden looptijd van een mezzanine financiering is 3 jaar. In overeenstemming met bovenstaand schema kan de looptijd bij een lager risico langer zijn. Voor het uitonderhandelen van de gehele mezzanine is het van belang dat er een goede link is met de eigenaren van het vastgoed (*Equity* verschaffers). Tevens is het van belang dat er door de eigenaren een solide businessplan is/wordt opgesteld om de *value-add* mogelijkheden, en daarmee ook de gevraagde rendementen van de mezzanine verschaffer te kunnen onderschrijven. Om het businessplan van de eigenaar goed ten uitvoer te kunnen brengen, is een goede *Assetmanager* (als de eigenaar die werkzaamheden niet in eigen beheer doet) van groot belang. Zoals Montgomery (2010) concludeert in recent onderzoek, waaruit volgt dat een goede *Assetmanager* ook daadwerkelijk een *asset* is, vooral in het geval dat het mis gaat. De *Inter Creditor Agreement* is volgens de heersende literatuur van wezenlijk belang. Er dient bij het onderhandelen over de ICA belang gehecht te worden aan een groot aantal zaken, zoals ook eerder besproken in paragraaf 3.5. wie wanneer welke actie mag ondernemen. Hetgeen wat een dergelijk traject lastig maakt is dat er in de huidige tijd uitgebreide *Due Diligence* onderzoeken gedaan moeten worden. Te denken valt dan aan technische, milieukundige, commerciële en juridische *Due Diligence*, welke over het algemeen allemaal benodigd zijn voor vastgoedtransacties en mezzanine transacties in het bijzonder. Dit zijn in het geval van achtergestelde financieringen kostbare en tijdrovende processen.

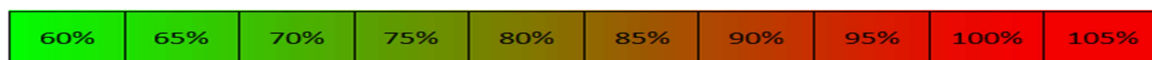
Uit de bestudeerde literatuur blijkt niet dat een granulaire portefeuille een obstakel zou zijn. In de literatuur wordt wel aangegeven dat het (asset-)management van groot belang is voor een dergelijke transactie. Partijen moeten vertrouwen hebben in de partij die het businessplan moet uitvoeren. Dat begint niet met het snijden in de vergoedingen. Wel kan worden aangenomen dat

deze vergoeding afhankelijk gemaakt moeten worden van het resultaat, voortvloeiend uit het businessplan. Over de hoogte van een marktconforme vergoeding wordt in de literatuur niet op ingegaan. Dat volgt uit het feit dat er voornamelijk Angelsaksische literatuur met betrekking tot dit onderwerp voorhanden is.

Volgens de geraadpleegde literatuur zou een dergelijke transactie mogelijk moeten zijn. De gehanteerde LTV's en te behalen rendementen liggen in lijn met wat er in de literatuur wordt beschreven. Echter moet er wel van worden uitgegaan dat de transactie als een *Preferred Equity* wordt gestructureerd.

Uit de interviews komt echter een meer divers beeld naar voren. Om tot een dergelijke transactie te komen zien alle geïnterviewden andere obstakels. Hieronder worden deze uiteen gezet. Alle geïnterviewde experts hebben vanuit hun eigen invalshoek naar de casus gekeken en daar in het interview een eigen visie op los gelaten. Dit levert een palet van mogelijkheden op om de casus, al dan niet, succesvol, middels een mezzanine financiering, op te lossen.

Met betrekking tot de LTV ranges zijn de geïnterviewden het eens. Alleen Daemen wijkt qua mening af. Hij geeft aan dat een Senior financiering tot zelfs 85% van de waarde voor de bank een verbetering van de risicopositie zou betekenen. Waar de Senior ophoudt en waar de mezzanine begint is volgens Peters alleen van belang als de totale financieringslasten maar betaald kunnen worden. In de Casus is uitgegaan van 62% LTV aangezien dat de gemiddelde LTV grens is in Nederland volgens recent onderzoek van Cushman & Wakefield (2017). Allen vinden de grens van een mezzanine ver onder de 95% liggen. Deze loopt van 80% LTV tot maximaal 85% LTV. Daarboven is er eigenlijk geen sprake meer van een mezzanine maar van *Preferred Equity*. In onderstaand figuur worden de verschillende LTV niveaus uiteengezet.



Figuur 14: de LTV mogelijkheden meter

In de groene range zijn normale financieringsmogelijkheden voldoende voorhanden. Echter vanaf 75% begint dat aanzienlijk moeilijker te worden. Er zijn dan partijen die financieren maar wel tegen hogere marges. Vanaf 95% is het vrijwel onmogelijk om een financiering te krijgen. Bij deze niveaus is er eigenlijk sprake van equity "achtige" oplossingen, met de daarbij behorende rendementen. Deze liggen weer aanzienlijk hoger dan de rendementen van een mezzanine financiering. Voor een normale mezzanine financiering is het in de casus voorgestelde rendement voldoende, echter wordt er in de casus vanuit gegaan dat het totale LTV niveau rond de 95% ligt. Dat brengt een veel hoger risico met zich mee. Tegen een hoger risico hoort een hoger rendement te staan. Volgens de literatuur ligt dit rendement vanaf 16%. Peters gaat daar nog boven en noemt een rendement van 18% passend voor het risico voortvloeiend uit de casus. Anderen noemen percentages van 15% tot en met 25% voor *Equity* investeringen normaal. Dat neemt niet weg dat die rendementen niet gehaald kunnen worden. Mogelijkheden worden gegeven in de vorm van een opgerolde rente, de PIK rente. Hiermee kan uit de lopende cashflow reeds rendement gegenereerd worden voor de mezzanine/*Equity* verstrekker. Het overige rendement kan achteraf voldaan worden. Vaak wordt dit voldaan uit de verkopen van *assets*. Om hiertoe over te gaan is het voor de mezzanine verstrekker van groot belang dat het businessplan van de ondernemer klopt. Uit alle interviews kwam dit als een essentieel onderdeel naar voren. Als er geen solide *businesscase* is wordt er niet gefinancierd.

Daarbij wordt er gekeken naar het assetmanagement van de onderneming. Arnoldy gaf aan dat ook een *PIK* rente alleen mogelijk is als er een zeer solide businesscase is. Bij het businessplan komt ook de link met de eigenaar naar voren. Er moet door de financiers, en dan in het bijzonder de mezzanine verschaffer, vertrouwen zijn in de eigenaar en de mogelijkheden van de eigenaar om het businessplan uit te voeren. Dat neemt volgens Thompson echter niet weg dat het Businessplan “*gebackchecked*” zal worden. Het komt veelvuldig voor dat de verschaffers van achtergesteld vreemd vermogen werken met assetmanagers, die plannen van de eigenaars helemaal doornemen en feitelijk een schaduw assetmanagement voeren. Er wordt niet zomaar aangenomen dat de eigenaar de goede dingen doet met de ondergezette panden. Daemen geeft aan dat in het Businessplan de *Rentroll* en de *assets* van doorslaggevend belang zijn. Dit zijn twee *key issues* waarop gelet wordt. Hier geldt hoe hoger het risico hoe meer moeite wordt genomen om de monitoring strak te houden. De managementvergoeding wordt door de geïnterviewden verschillend beoordeeld. Aan de ene kant van het spectrum wordt gemeld dat deze er waarschijnlijk helemaal ‘uit gesloopt wordt’ tot aan de andere kant dat de vergoeding, ondanks dat deze veel te hoog is, ingezet kan worden als incentive voor het management. Arnoldy en Daemen geven aan dat de *fee* het best winst afhankelijk gemaakt kan worden. Dat geeft het management de motivatie om de goede stappen te ondernemen.

Naast de link met de *Equity* is de link met de Senior positie voor de mezzanine verstrekker van groot belang. Overigens komen er uit de interviews verschillende meningen omtrent dit punt. Peters geeft aan dat de link met de Senior van minder groot belang is aangezien we uitgaan van een *Preferred Equity* transactie. De *step in rights* van de *Preferred Equity* transactie zijn sterker dan bij een mezzanine transactie. De focus ligt dus ook meer op de *Equity* partij dan op de Senior. Thompson ziet dat overigens anders. Hij is van mening dat de deze link met de Senior vooral in de onderhandelingsfase van de ICA van essentieel belang is. Het traject om tot een goed uit onderhandelde ICA te komen is langdurig, volgens zowel Arnoldy als volgens Thompson. Het doel is om de rechten en plichten van de mezzanine financier juist te regelen. Zijn positie is zwakker dan de Senior positie. Het is voor de mezzanine partij van groot belang dat zijn belangen goed terug komen in de ICA.

Niet alleen het onderhandelingsproces van de ICA is kostbaar en langdurig, dat geldt zeker voor de *Due Dilligence* trajecten welke doorlopen moeten worden voordat de transactie gerealiseerd kan worden. De uitkomsten uit de interviews zijn daarin unaniem. Woorden als tijdrovend, fors en kostbaar vielen daarbij vaak. Dat is dus een niet te onderschatten proces waarvoor zeker tijd en geld moet worden gereserveerd. Dat geldt des te meer voor de casus waar sprake is van een granulaire portefeuille, zowel in verschillende soorten assets als de grootte daarvan als ook de spreiding over Nederland zoals te zien is op figuur 4. De kosten nemen daardoor fors toe, hetgeen de transactie niet makkelijker zal maken.

De uiteindelijke vraag of de transactie kan lukken wordt verschillend beantwoord. Peters geeft aan dat indien het een *Preferred Equity* transactie is deze eventueel zou kunnen lukken. De anderen zijn daar negatiever over. Zowel Arnoldy als Thompson geven aan dat ze “het niet zien gebeuren”. Er is te veel geld mee gemoeid en de LTV is te hoog. Daarentegen is er in de lopende *Cash flow* geen ruimte om het rendement op te krikken. Daemen ziet het wel slagen als er maar genoeg Cashflow gegenereerd kan worden om de mezzanine verstrekker het juiste rendement te kunnen bieden.

Gottenbos is een andere mening toegedaan. Hij ziet de financials zitten maar vindt de portefeuille niet van voldoende kwaliteit om de mezzanine te realiseren, te granulair en de locaties te secundair.

Overigens is het vanuit de huidige bank een “no-brainer” om deze constructie op te zetten, vindt Gottenbos, met een dergelijke constructie is een verlies namelijk niet aan de orde. De bank kan in een senior positie het dossier in het normale beheer laten lopen zonder dat daar noemenswaardige risico’s aan kleven. De voorziening kan vrijvallen en er kan met een genormaliseerd kapitaalsbeslag gewerkt worden. Daemen is deze mening ook toegedaan. Wel is het voor de Senior van belang dat de looptijd van de mezzanine langer is dan de looptijd van de Senior. De marge kan gewoon commercieel vastgesteld worden. Er is slechts een beperkte aflossing benodigd om aan de beleidsnormen van de bank te voldoen.

Bovenstaande uiteenzetting heeft geleid tot beantwoording van de derde deel vraag (Is een mezzanine financiering een oplossing voor de onderhavige casus?) waarbij gesteld kan worden dat er geen eenduidig antwoord naar voren is gekomen. Alles overwegende zou er een mogelijkheid moeten zijn om tot een mezzanine oplossing te komen. Daarbij moet wel in ogenschouw worden genomen dat er sprake moet zijn van een minder granulaire portefeuille. Op basis van de financiële gegevens zijn er weldegelijk mogelijkheden.

4.5 Is deze oplossing generiek te maken voor de herstructurering van “distressed” vastgoedfinancieringen?

Een generieke oplossing met standaarden is lastig te realiseren, zoals Daemen tijdens het interview aangaf, “een gewone mezzanine financiering bestaat niet”.

Wel bestaat er de mogelijkheid om met eerder opgedane ervaringen, bij zowel banken als Debtfonds, dergelijke transacties vaker te realiseren. Zoals uit de interviews naar voren kwam is de link met de Senior financier dan van belang. Een gegeven is dat eerdere transacties tot vertrouwen kan leiden zodat toekomstige transacties gemakkelijker kunnen verlopen. Een complicerende factor daarbij is dat Debtfonds, zoals door Daemen wordt aangegeven, geen lange termijn vastgoed financieringshorizon hebben. Er wordt een vooraf vaststaand bedrag in het fonds opgehaald met een daarbij behorende set afspraken. Wanneer het fonds deze gelden heeft uitgeleend tegen de vooraf vastgestelde voorwaarden zullen ze niet meer actief opereren in de markt. Daarmee wordt een langdurige relatie met een Debtfund over het algemeen niet mogelijk geacht.

Waar nog wel mogelijkheden liggen is om een gehele NPL portefeuille als uitgangspunt te nemen.

Als men een gemiddelde NPL portefeuille van een van de Nederlandse banken neemt, dan rijst de vraag: of een mezzanine oplossing over de hele portefeuille tot de mogelijkheden behoort? Veel van de eerder genoemde bezwaren zijn weggenomen doordat twee partijen onderhandelen over een groter geheel. De ICA onderhandelingen zouden over de portefeuille als geheel kunnen worden gedaan waarmee aanzienlijke schaalvoordelen kunnen worden behaald. Wellicht kan er van de gehele portefeuille deel-portefeuilles gemaakt worden waarbij mezzanine kan werken. Er zijn echter een paar voorwaarden waaraan voldaan moet worden.

Als hoofdvoorwaarde geldt dat de bank die de huidige financieringen heeft verschaft een deel van de schuld zal moeten kwijtschelden en daarbij verder moet gaan, weliswaar in een veilige Senior positie, met de Leningnemer.

Te denken valt aan de voorwaarde dat de leningportefeuilles van de deelportefeuilles over voldoende cashflow dienen te beschikken om gemiddelde mezzanine rendementen te kunnen voldoen. Tevens is het van belang dat de leningvoorwaarden geëxpireerd zijn zodat de Senior bank en de mezzanine financier de voorwaarden met de leningnemer kunnen heronderhandelen, zodat ze geschikt gemaakt worden voor de mezzanine oplossing.

Ter illustratie zal hieronder een voorbeeld geschetst worden van een portefeuille NPL leningen waarbij een mezzanine oplossing tot minder verlies lijdt dan een normale uitwinning van de zekerheden.

Totale portefeuille	€	1.000.000.000
Marktwaaarde assets	€	750.000.000
Executiewaarde assets	€	600.000.000
Voorziening	€	400.000.000
Nieuwe Senior positie 60% van MW	€	450.000.000
Mezzanine van 60% tot 90% van MW	€	225.000.000
Senior + Mezzanine	€	<u>675.000.000</u>
Verlies	€	325.000.000
Voorziening - verlies	€	75.000.000

Uitgangspunten van bovenstaand voorbeeld zijn:

- Executiewaarde ligt op 80% van de Marktwaaarde
- De voorziening is getroffen op basis van de executiewaarde.

Daarbij is het goed denkbaar dat de Senior positie, die ontstaat is van de meest voorkomende financiële risico's in de markt *at par* kan worden verkocht. Daarmee heeft de bank de NPL problematiek tegen een sterk gereduceerd verlies opgelost.

Daarbij zou overwogen kunnen worden dat de huidige Senior een C-Note constructie opzet voor het restant van € 325.000.000. Binnen de huidige beleidsmatige regels van de banken zou dit mogelijk zijn omdat er niet direct gekweten wordt voor het verlies, maar dat er een optie wordt gecreëerd voor het in de toekomst nog verminderen van het nu te nemen verlies. Een C-Note constructie is een zwaar achtergestelde lening die pas uitbetaald wordt als alle andere partijen eerst zijn voldaan. Alleen de echte *equity* verschaffers zitten daarachter.

Hoofdstuk V

Conclusies en aanbevelingen

5.1 Conclusie

In dit onderzoek is gezocht naar een antwoord op de vraag: 'Onder welke omstandigheden zou een mezzanine financiering kunnen werken bij de herstructurering van een distressed vastgoedfinanciering?' Hiervoor is een kwalitatief onderzoek uitgevoerd aan de hand van een bestaande casus van een distressed vastgoedfinanciering door middel van een literatuurstudie en het uitvoeren van een aantal interviews.

Uit de analyse van de literatuur uitkomsten en de interviews is gebleken dat er mogelijkheden zijn voor het inzetten van mezzanine financieringen bij distressed vastgoedfinancieringen. Daarbij gelden een aantal voorwaarden. De belangrijkste voorwaarden zijn de hoogte van de LTV en de lopende *cash flow*. Tevens is de kwaliteit van het assetmanagement en het bijbehorende businessplan van groot belang om überhaupt tot een mezzanine transactie te komen. Volgens de experts is de onderhavige casus vanuit investeringsoptiek een lastig geval. Er is sprake van een granulaire portefeuille met een te hoge LTV. Mogelijk is er nog een *preferred Equity* transactie van te maken met een Payment in Kind rente.

Uit deze thesis komt een zogenaamde drie-eenheid van partijen rond de mezzaninefinanciering naar voren, waaruit een win-win situatie voor betrokken partijen blijkt. Deze partijen zijn:

- De vastgoedeigenaar voor wie het voordeel ontstaat dat er een horizon wordt gecreëerd waarbij niet al het vastgoed verkocht hoeft te worden. Met deze horizon heeft de eigenaar de tijd om tot een optimalisatie te komen waarbij herfinanciering bij een senior financier tot de mogelijkheden gaat behoren;
- De bank die met deze oplossing verliesbeperking realiseert en het belang van de klant meeneemt in de oplossing.
- De mezzanine verstrekker die met het verstrekken van deze financiering zijn rendementsdoelstellingen kan behalen.

In de praktijk is er altijd een partij te vinden die een mezzanine financiering (in ieder geval achtergesteld geld) wil verstrekken, mits er wel aan de hiervoor genoemde voorwaarden (namelijk de hoogte van de LTV, de bestendigheid van de *Cash flow* en het *Assetmanagement* met bij behorend businessplan) wordt voldaan.

Uit de analyse van de interviews blijkt dat de oplossing lastig wordt indien er aan het huidige LTV niveau wordt vastgehouden. Een discount vanuit de bank is in dit geval een vereiste om aan de, hierboven genoemde, voordelen voor alle partijen te blijven voldoen. Het verlenen van een discount, terwijl de relatie met de bank niet wordt beëindigd, druist tegen de huidige beleidsregels van banken in. De beleidsregels inzake schuldsanering staat deze verlies beperkende oplossing in de weg.

Daarnaast bestaat er de mogelijkheid om mezzanine oplossing in éénmaal op een gedeelte van de NPL portefeuille toe te passen. Daarbij geldt als voorwaarde dat er voldoende cashflow in de portefeuille zit om mezzanine rendementen te kunnen voldoen. Tevens is het van belang dat de leningen reeds geëxpireerd zijn, zodat de mezzanine verstrekker de benodigde rendementseisen bij de leningnemer kan neerleggen.

Bovenstaande neemt echter niet weg dat mezzanine financieringen als extra tool voor distressed vastgoedsituaties ingezet zou kunnen worden. De banken die de huidige financiering hebben verstrekt zouden deze mogelijkheid als een serieuze optie kunnen beschouwen. Daar is voor nodig dat banken bereid zijn om een stuk van de schuld af te schrijven. Daarmee kan aan verliesbeperking worden gedaan. De banken blijven dan het Senior deel houden en de mezzanine financiers lopen, op de eigen vermogen verschaffers na, het grootste risico.

5.2 Reflectie

5.2.1 Literatuuronderzoek

Uit het literatuuronderzoek kwam een voldoende helder beeld van de werking van de mezzanine financiering in het algemeen en voor welke situaties de mezzanine ingezet zou kunnen worden in het bijzonder. Echter zijn deze bronnen gericht op de Angelsaksische markt en daarmee niet één op één bruikbaar voor de Nederlandse markt, die door de beperkte omvang, anders wordt beoordeeld.

5.2.2 Onderzoeksmethode

Een *Single case study* heeft zijn beperkingen. De vraag blijft of de casus representatief genoeg is voor een vraagstuk dat feitelijk gezien veel breder is dan sec deze casus. Echter bleek bij de uitwerking dat informatie over andere casussen niet zo transparant voor handen is. Zowel banken als Eigenaren/beleggers bleken niet geneigd informatie te delen ten einde meer casussen te kunnen gebruiken. Tevens blijft er een wens bestaan om een gedegen data-analyse te kunnen uitvoeren om significante vergelijkingen te kunnen maken. Hier bleek niet voldoende valide data voor handen te zijn. Het aantal interviews die zijn afgenomen lijkt wellicht beperkt, echter werd duidelijk dat er op een gegeven moment geen nieuwe informatie naar voren kwam in de interviews. Tevens zijn de meest gezaghebbende personen op het gebied van vastgoed mezzanine financieringen benaderd en geïnterviewd.

5.2.3 Onderzoeksuitkomsten

De uitkomsten van het onderzoek moeten gezien worden in de tijdsgeest dat het onderzoek is gedaan. Met betrekking tot de gevraagde rendementen voor hogere risico's was voorafgaand aan het onderzoek de gedachte dat het, in de uitgangspunten, genoemde rendement voldoende zou moeten zijn. Het voorgaande bevreemd des te meer gezien de extreem lage risico vrije rente die op dit moment van toepassing is. Uit de interviews kwam echter een ander beeld naar voren, hetgeen wellicht ook te maken heeft met de geringe grootte van de Nederlandse vastgoedmarkt.

5.3 Aanbeveling

5.3.1 Onderzoek bij *Debt funds* als verschaffer van mezzanine financieringen

Ondanks dat *Debt funds* geen bereidheid vertonen om mee te werken aan onderzoeken inzake hun strategie zou een verdieping hierin meer helderheid kunnen geven over de beleidsmatige keuzen van deze *Debt funds*. Dit komt mede doordat de *Debt funds* gezien moeten worden als de belangrijkste mezzanine verschaffers.

5.3.2 Beleid banken

Ter verdieping op dit onderzoek kan een meer uitgebreid onderzoek gedaan worden naar de beleidsmatige keuzes die banken maken bij het oplossen van de NPL problematiek. In voorgaand onderzoek is naar voren gekomen dat banken principieel niet aan schuldsanering doen terwijl dit in sommige gevallen voor zowel de bank als de klant (van de bank) de beste oplossing zou kunnen zijn.

De invoering van nieuwe Basel regels zou de beleidsmatige keuzes van banken kunnen veranderen. Deze factor zou in een nieuw onderzoek meegenomen kunnen worden.

Literatuurlijst

- Constâncio, V. (2017, 5 juli). Gerichtte actie nodig voor aanpak probleem van slecht presterende leningen. *Het Financieele Dagblad*, p. 11.
- Cushman & Wakefield. (2017). *European Lending Trends Spring 2017*. Geraadpleegd van <file:///C:/Users/u1936/Downloads/European%20Lending%20Trends%20Spring%202017.pdf>
- Cybul, B. S., & Mandel, A. Y. (2017, 3 maart). *Mezzanine Debt In Commercial Real Estate: Tips And Trends*. Geraadpleegd van <https://www.law360.com/articles/897649/mezzanine-debt-in-commercial-real-estate-tips-and-trends>
- De Nederlandsche Bank (2017). *Overzicht Financiële Stabiliteit*. Geraadpleegd van https://www.dnb.nl/binaries/OFS_VOORJAAR_2017_tcm46-359766.pdf
- European Central Bank. (2017). Guidance to banks on non-performing loans. Geraadpleegd van https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.en.pdf
- Geltner, D., Miller, N.G., Clayton, J., & Eichholtz, P.M.A. (2013). *Commercial Real Estate analysis and investments* (3e druk). Mason, Verenigde Staten; Oncourse Learning.
- Giostra, N., & CBRE. (2011). *THE FUNDING GAP: IS MEZZANINE LENDING THE SOLUTION?*. Geraadpleegd van http://www.cbre.eu/uk_en/services/financial/realestatefinance/debt_advisory/ref_debt_advisory_content/ref_debt_advisory_left/1375_REF_Funding_Gap_9.pdf
- Grönloh, H., & Sartori, A. (2016). *Property Lending Barometer 2016: A survey of banks on the prospects for real estate sector lending in Europe*. Geraadpleegd van <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/be/pdf/KPMG-Property-Lending-Barometer-2016.pdf>
- Heitman. (2015, 30 juni). *Mezzanine debt: does it make sense today?* Geraadpleegd van <http://www.heitman.com/news/mezzanine-debt-does-it-make-sense-today/>
- Hentenaar, R. (2016, 25 januari). *Banken durven meer Nederlands vastgoed te financieren + opkomst nieuwe spelers*. Geraadpleegd van <https://vastgoedjournaal.nl/news/20503/banken-durven-meer-nederlands-vastgoed-te-financieren-opkomst-nieuwe-spelers>
- Hilbers, P.L.C., & Nijskens, R.G.M. (2016). *Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie*. In Berkhout, T.M. & Bartels, S.E. (red.), *Vastgoedfinanciering: Klaar voor de toekomst* (pp. 9-29). Amsterdam: Stichting Fundatie Bachiene.
- Hoek-Gerritsen, S. van. (2015). *Schrijfgids voor Economen* (4e ed.). Bussum, Nederland: Uitgeverij couthino.
- Huibers, F. (2012). *Alternative Real Estate Finance: An Investment Opportunity for Institutional Investors* (ASRE research papers ISSN 1878-4607). Geraadpleegd van

http://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/publicaties/ASRE_research_paper_12_08_Alternative_real_estate_finance.pdf

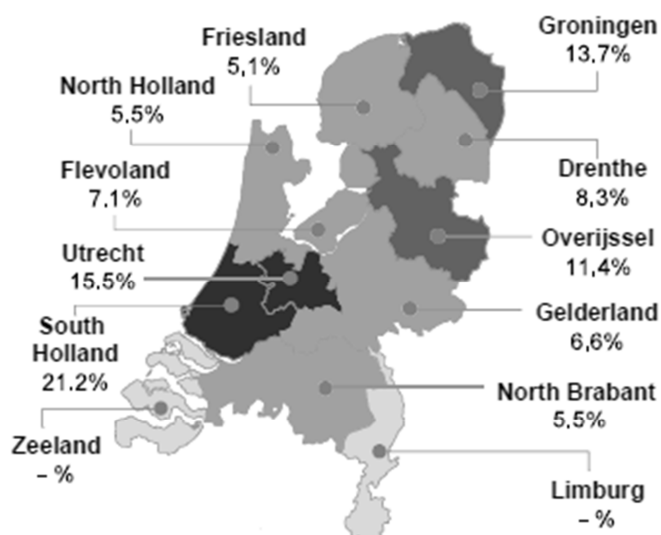
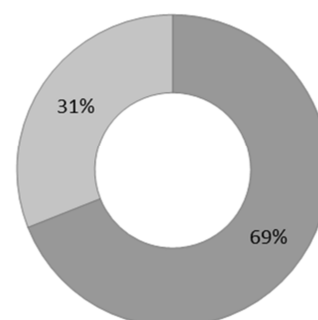
- Keuning, W., & Poll, M. van. (2017, 13 april). Het probleem van de slechte Europese leningen: doormodderen of ingrijpen? *Het Financieele Dagblad*, p. 19.
- Lively, F., Frazzini, A., & Powers, J. (2001). Mezzanine Financing. *Real Estate Reviews*, 31(1), 21-30.
- Morri, G., & Cristanziani, F. (2009). What determines the capital structure of real estate companies? An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index. *Journal of Property Investment & Finance*, 27(4), 318-372.
- Morri, G., & Artegiani, A. (2015). The effects of the global financial crisis on the capital structure of EPRA/NAREIT Europe index companies. *Journal of European Real Estate Research*, 8(1), 3-23.
- NN Investment Partners. (2017). Alternative credit and its asset classes. Geraadpleegd van https://www.nnip.com/INT_en/advisor/Strategies/Strategies-in-focus/Alternative-Credit.html
- Owusu-Ansah, A. (2009). Corporate Capital Structure Policies Differ In A Significant Way. Geraadpleegd van https://www.kth.se/polopoly_fs/1.159626!/Menu/general/column-content/attachment/459.pdf
- Preqin. (2016). 2016 Preqin Global Private Debt Report Sample Pages. Geraadpleegd van <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/be/pdf/KPMG-Property-Lending-Barometer-2016.pdf>
- Robinson, A. D., Fert, I., & Brod, M. A. (2011). Mezzanine Finance: Overview. Geraadpleegd van <http://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1004.pdf?sfvrsn=2>
- Syntus Achmea Real Estate & Finance. (2016). *Outlook 2017-2019; Beleggen in Nederlands Vastgoed en Hypotheken*. Geraadpleegd van <http://www.achmeavastgoed.nl/beleggen/investor-relations/Documents/Outlook%202017-2019%20NL.pdf>
- Vastgoedmarkt. (2017, 10 januari). Mezzanine lening onmisbaar in vastgoedmarkt. Geraadpleegd van <http://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2011/3/mezzanine lening-onmisbaar-in-vastgoedmarkt-101100319>
- Voordeckers, W. (1996). De keuze tussen eigen vermogen en schuldfinanciering: een theoretisch overzicht. *Cahiers Economiques de Bruxelles*, 150, 161-195.
- Vrijland, M. S. A. (1992). De financiering van een onderneming. Geraadpleegd van <https://www.dace.nl/download/?id=5782431>
- Watkins, D. E. (2003). Commercial real estate mezzanine finance: market opportunities. *Real Estate Issues*, 28(3), 34-47.

Bijlage:

Parameters van het fonds

Waarde panden	€ 96.936.000
Omvang schulden	€ 93.640.000
LTV Ratio	95,3%
Huuropbrengst	€ 9.366.000
Exploitatiekosten	€ 1.811.651
Directievergoeding	€ 1.330.000
DSCR /ICR	1,92 / 2,56
Debt Yield	6,38
Rentecontract	3 maands-Euribor met 2,6% opslag
Reguliere periodieke aflossingen	€ 1.500.000
Aantal objecten	63
Leegstand m2	22,7% op basis van m2 (2015, 26%)
Leegstand op basis van huur	19,6% (2015, 22%)
Verdeling portefeuille	69% kantoor en 31% bedrijfsruimte
Verdeling in meters	81.500m2 kantoor en 36.600m2

■ kantoren ■ Bedrijfsruimten



Casus Vastgoedfonds X					
Uitgangspunten			Cashflow (CF)		CF verloop
waarde vastgoed	€	96.936.000	Huurinkomsten	€ 9.366.000	€ 9.366.000
financierings behoefte	€	93.640.000	Opex	€ 1.811.651	€ 7.554.349
Obligo Senior	€	60.100.320	Capex	€ 250.000	€ 7.304.349
Rente Senior	2% 3 mnds Euribor		Managementfee	€ 1.330.000	€ 5.974.349
Aflossing Senior	2%		Rente Senior	€ 1.202.006	€ 4.772.343
LTV Senior	62%		Aflossing Senior	€ 1.500.000	€ 3.272.343
Looptijd Senior	3 jaar		Rente Mezzanine	€ 3.272.343	€ -
Obigo Mezzanine	€	33.539.680			
looptijd Mezzanine	4 jaar				
marge Mezzanine	10%				