

Financiering door een schuldfonds als een aanvulling op de traditionele financiering van commercieel vastgoed?

Een verkennend onderzoek naar schuldfondsen als (co-)financier van niet-beursgenoteerde commercieel vastgoedbeleggers



Auteur:	Drs. H.P.A. (Hessel) Diekerhoff
Leerstoel:	Master of Science in Real Estate
Specialisatie:	Vastgoedbeleggen
Onderwijsinstituut:	Amsterdam School of Real Estate
Begeleider en beoordelaar:	Dr. F.E. (Fred) Huibers MBA
Tweede beoordelaar:	Drs. A. (Arthur) Marquard
Datum afronding:	29-08-2017
Plaats:	Bloemendaal

Voorwoord

Voor u ligt de scriptie, die is geschreven naar aanleiding van mijn afstudeeronderzoek naar schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed in Nederland. De keuze voor dit onderwerp komt voort uit een interesse naar de verschillende financieringsvormen van commercieel vastgoed en de constatering dat er weinig onderzoek is gedaan naar schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed.

Deze scriptie is geschreven in het kader van mijn afstuderen aan de Master of Science in Real Estate opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. Ik heb geen moment spijt gehad van de keuze om deze studie te volgen want ik heb veel kennis opgedaan over verschillende facetten binnen de vastgoedsector en ik heb mijn netwerk kunnen uitbreiden met gedreven vastgoedprofessionals die net als ik enthousiast worden van vastgoed in de breedste zin des woords.

Mijn dank gaat als eerste uit naar mijn voormalig werkgever FGH Bank N.V. voor de geboden mogelijkheid om deze opleiding te volgen. Ik wil graag het expert panel bedanken voor de medewerking aan dit onderzoek want de veertien experts hebben mij vanuit verschillende standpunten kennis, inzichten en opinies gegeven die nodig waren om dit onderzoek uit te kunnen voeren. In het bijzonder spreek ik mijn dank uit aan mijn begeleider de heer Huibers. Tijdens de gehele onderzoeksperiode heeft de heer Huibers mij altijd snel van waardevolle input voorzien. De tweede beoordelaar, de heer Marquard, wil ik bedanken voor het beoordelen van dit onderzoek.

Ten slotte wil ik mijn lieve vrouw Annetje en tevens moeder van onze twee jonge dochters danken voor alle ruimte, geduld en steun. Het gehele onderzoeksproces heeft mij veel tijd en energie gekost en dat geldt ook zeker voor mijn vrouw die naast haar drukke baan er op veel momenten alleen voor stond. De eindeloze dagen en avonden op zolder en in de bibliotheek zijn voorbij en nu kan ik mijn tijd en aandacht weer volledig aan ons gezin besteden.

Hessel Diekerhoff

Bloemendaal, 29 augustus 2017

Management samenvatting

De gevolgen van de globale financiële crisis uit 2007 hebben geleid tot een herijking van de strategische keuzes en de risicobereidheid ten aanzien van het verstrekken van commercieel vastgoedfinancieringen door Nederlandse bancaire instellingen. Er zijn niches ontstaan die niet meer gefinancierd worden door bancaire instellingen. Dit heeft geleid tot een verandering van de financieringsmarkt van commercieel vastgoed en de opkomst van niet-bancaire financiers zoals schuldfondsen. Een schuldfonds is een investeringsplatform die met institutioneel kapitaal onder andere actief kan zijn als financier van commercieel vastgoed of als koper van problematische commercieel vastgoedleningen. Er zijn nauwelijks marktgegevens en wetenschappelijke publicaties beschikbaar over deze financieringsvorm maar diverse marktrapporten stellen dat deze financieringsvorm in opkomst is.

Doel van dit onderzoek is om inzicht te krijgen in de karakteristieken, motieven en voorwaarden die leidend zijn voor schuldfondsen en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers bij de totstandkoming van een financiering van commercieel vastgoed in Nederland. Ook zal duidelijk moeten worden of de financiering door schuldfondsen aan de Nederlandse vastgoedsector daadwerkelijk tot een groter marktaandeel zal leiden. In dit onderzoek zal door middel van een verkenning van de markt antwoord worden gegeven op de volgende onderzoeksvraag:

“Onder welke voorwaarden kan er een commercieel vastgoedfinanciering tot stand komen tussen een schuldfonds en een niet-beursgenoteerde vastgoedbelegger?”

Aan de hand van het literatuuronderzoek is het institutioneel en theoretisch kader afgebakend door een verkenning en beschrijving van de beleggings- en financieringsmarkt van commercieel vastgoed en van schuldfondsen in het bijzonder. De verzamelde aspecten, verbanden en ontwikkelingen in relatie tot schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed en een tweetal onderzoeksverwachtingen, zijn getoetst aan de praktijk met het afnemen interviews bij veertien experts op het gebied van financieringsvraagstukken met commercieel vastgoed.

Een uitkomst van het praktijkonderzoek is dat whole loans de grootste financieringskansen hebben voor schuldfondsen en deze uitkomst was niet voorzien. Een whole loan is in feite een senior financiering met een mezzanine deel verpakt als één financiering. De onderzoeksverwachting, dat senior leningen de grootste financieringskansen hebben voor schuldfondsen, is niet aangenomen. De tweede onderzoeksverwachting, dat de omvang van het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen de komende jaren zal groeien, wordt aangenomen maar met beperkte betrouwbaarheid van de conclusie omdat niet alle experts hier unaniem in waren.

De verkenning van deze financieringsvorm in Nederland heeft duidelijk gemaakt dat dit type financiers met interesse kijkt naar Nederland en een belangrijke rol vervult voor de vastgoed- en financieringsmarkt met het financieren van de posities die niet door bancaire instellingen worden gefinancierd. Schuldfondsen zijn vooral geïnteresseerd in proposities met een hoger risicoprofiel of waar een transitie moet plaatsvinden. Met whole loans kunnen schuldfondsen onderscheidend zijn ten opzichte van andere financiers.

De Nederlandse vastgoedmarkt wordt als klein beschouwd, dit heeft betrekking op individuele objecten en de totale markt in zijn algemeenheid. Schuldfondslen zijn vooral geïnteresseerd in grotere deals qua volume en daar zijn er niet heel veel van in Nederland. Dit geldt met name voor junior en mezzanine financieringen.

Als algemene conclusie kan worden gesteld dat de voorwaarden voor het tot stand komen van een commercieel vastgoedfinanciering door een schuldfonds afhankelijk zijn van:

- de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen;
- de bereidheid van institutionele investeerders om in schuldfondslen te investeren;
- de concurrentie met andere financiers in bepaalde segmenten en voor bepaalde leningstypen;
- de aanwezigheid van geschikt commercieel vastgoed.

In verschillende rapporten, zoals van INREV e.a., PWC e.a. en DNB, wordt de opkomst van schuldfondsfinanciering beschreven en het is de vraag of de veronderstelde opkomst zal doorzetten. Schuldfondsfinanciering is een belangrijke aanvulling op bancaire financiering maar deze financieringsvorm kan niet worden beschouwd als een volwaardig marktsegment.

Inhoudsopgave

1. Inleiding

- 1.1 Aanleiding
- 1.2 Probleemstelling
- 1.3 Doelstelling
- 1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen
- 1.5 Afbakening
- 1.6 Relevantie
- 1.7 Onderzoeksmethoden
- 1.8 Leeswijzer

2. Institutioneel en theoretisch kader

- 2.1 Vastgoedbeleggers in direct vastgoed
 - 2.1.1 Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers in direct vastgoed*
 - 2.1.2 Managementstijl en beleggingsbeleid*
- 2.2 Vreemd vermogen en vastgoedbeleggers
- 2.3 Optimale kapitaalstructuur
 - 2.3.1 Modigliani en Miller theorema*
 - 2.3.2 (Static) Trade-off theorie*
 - 2.3.3 Agentschapskosten theorie*
 - 2.3.4 Pecking-order theorie*
 - 2.3.5 Optimum in kapitaalstructuur?*
- 2.4 Commercieel vastgoedfinanciering
 - 2.4.1 Financiers*
 - 2.4.2 Structurering en zekerheden*
- 2.5 Schuldfondsen
 - 2.5.1 Institutionele investeerders*
 - 2.5.2 Schuldfondsmarkt*
 - 2.5.3 Fondsstrategie*
 - 2.5.4 Wet- en regelgeving*
- 2.6 Conclusie

3. Operationalisatie

- 3.1 Kwalitatief onderzoek
- 3.2 Interviewmethodiek
- 3.3 Onderzoeksverwachtingen

4. Analyse en resultaten

- 4.1 Analyse interviews
- 4.2 Toetsing onderzoeksverwachtingen

5. Conclusie

5.1 Conclusie

5.2 Reflectie

5.3 Aanbevelingen

Bibliografie

Bijlage A

Interviewvragen

Bijlage B

Interviewuitwerkingen (vertrouwelijk)

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Het kapitaalintensieve karakter van de vastgoedsector zorgt voor een sterke afhankelijkheid van de beschikbaarheid van kapitaal. In de zomer van 2017 is het 10 jaar geleden dat in de Verenigde Staten de hypothekecrisis uitbrak en die vervolgens is uitgemond in een globale financiële crisis. Het vertrouwen in het financiële stelsel was tot een dieptepunt gedaald en dit had ook verstrekkende gevolgen voor de reële economie. De vastgoedsector is sterk geraakt in relatie tot afwaarderingen, een daling van (in)directe rendementen en een beperking in de beschikbaarheid van extern kapitaal.

Tijdens en na de crisisjaren hebben bancaire instellingen afboekingen moeten nemen op de door hen verstrekte financieringen en mede als gevolg daarvan hebben bancaire instellingen de balansposities moeten verbeteren. De wet- en regelgeving, met als belangrijkste ontwikkeling de invoering van het Basel III raamwerk, en het toezicht door toezichthouders zijn aangescherpt om het vertrouwen in het financiële stelsel te herwinnen en om stabiliteit te brengen. De maatregelen hebben in combinatie met een aantrekkende economie effect gehad. Het Internationaal Monetair Fonds (2017) concludeert dat het Nederlandse financiële stelsel schokbestendig is en het toezicht op de financiële instellingen na de crisis is versterkt.

Inmiddels is het economisch klimaat verbeterd maar het economisch herstel staat in Europa nog voor enkele uitdagingen met een Brexit en de zorgelijke situatie van de economische- en financiële sector in Zuid-Europese landen. Aan de andere kant gaat de Europese Centrale Bank in ieder geval tot eind 2017 door met het grootschalig opkopen van obligaties om de inflatie en groei in de eurozone aan te jagen (Financieel Dagblad, 2016). Een gevolg van het opkoopprogramma is dat investeerders door de historisch lage rente op zoek zijn naar rendement.

Investeerders worden naar de vastgoedmarkten geleid vanwege de stabiele kasstromen en de aantrekkelijke rendementen voor zowel investeringen als financieringen. Bancaire instellingen ondervinden concurrentie van institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en schuldfondsen, die op zoek zijn naar een langjarige vastrentende belegging met vastgoed als onderpand (Van 't Hooft, 2016). Een schuldfonds is een investeringsplatform die met institutioneel kapitaal onder andere actief kan zijn als financier van commercieel vastgoed of als koper van problematische commercieel vastgoedleningen.

Net als in de rest van Europa zijn bancaire instellingen in Nederland traditioneel de voornaamste financiers van commercieel vastgoed. De gevolgen van de opeenvolgende crises hebben geleid tot een herijking van de strategische keuzes en de risicobereidheid ten aanzien van verstrekkingen door Nederlandse bancaire instellingen. Voor de crisis namen bancaire instellingen meer dan 90% van de kredietverlening aan de Europese vastgoedsector voor hun rekening en dit percentage is gedaald ten gunste van private equity-partijen, schuldfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen die nu meer dan 40% van de leningproductie voor hun rekening nemen (DNB, 2017).

KPMG (2017) heeft met een onderzoek onder Europese bancaire instellingen aangetoond dat de bereidheid om vastgoed te financieren in de afgelopen twee jaar is toegenomen en dat dit vooral te maken heeft met de lage rente, het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank en het verbeterde economische klimaat. In de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt wordt dit beeld ook bij bancaire instellingen waargenomen. De cijfers over 2015 en de eerste helft van 2016 tonen aan dat de leningproductie langzaam weer opklimt naar niveaus die kort voor de crisis werden waargenomen (PropertyNL, 2016).

Huibers (2012) stelt in 2012 nog dat als gevolg van de eigenzinnige structuur van de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt het onwaarschijnlijk is dat niet-bancaire financiers een substantieel marktaandeel zullen krijgen ten koste van de traditionele bancaire financiers. In Europa is de financieringsmarkt van commercieel vastgoed na de financiële crisis veranderd. De noodzaak van bancaire instellingen om de bankbalansen te verlagen en de kwaliteit te verbeteren als reactie op de strengere wet- en regelgeving, hebben samen met de zoektocht naar rendement van institutionele investeerders geleid tot de ontwikkeling en het volwassen worden van de markt voor niet-bancaire financieringsbronnen (Financial Stability Board, 2013).

Bancaire instellingen hebben een flink marktaandeel behouden maar het aandeel in nieuwe leningproductie is gedaald ten gunste van verzekeraars en niet-beursgenoteerde schuldfondsen (INREV e.a., 2016). De veranderde financieringsmarkt en de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen bieden een gouden kans voor niet-bancaire financiers waaronder verzekeraars, pensioenfondsen, schuldfondsen en nieuwe kleinschalige financieringsplatforms (PWC e.a., 2017). Naast schuldfondsen die financieringen verstrekken zijn er schuldfondsen actief als koper van en investeerder in slecht presterende leningen. Een aansprekende transactie uit 2016 is de aankoop van Propertize door Lone Star en J.P. Morgan. Schuldfondsen verwachten de komende jaren een aanzienlijk volume op dit segment te kunnen leveren (CBRE, 2017).

DNB (2016, 1) stelt dat de opmars van niet-bancaire spelers in kredietmarkten in meerdere opzichten gunstig is voor het financiële systeem, namelijk een verlaging van het systeemrisico, vermindering van het procyclische karakter van kredietverlening en meer diversiteit en concurrentie op kredietmarkten. Het uitbreiden van de diversiteit van en concurrentie tussen financiers zou een positieve uitwerking veronderstellen op de beschikbaarheid van vreemd vermogen voor niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers.

De opkomst van schuldfondsen als financier van commercieel vastgoed wordt veelvuldig beschreven in verschillende rapporten, waaronder die van INREV e.a. (2016), PWC e.a. (2017) en DNB (2017), maar marktgegevens ontbreken en het aantal openbaar gemaakte transacties is beperkt. De vraag is hoe deze ontwikkeling een bijdrage kan leveren aan de beschikbaarheid van vreemd vermogen voor niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers. En tegen welke voorwaarden en wat zijn de effecten daarvan? Schuldfondsen denken heel anders dan Nederlandse banken, namelijk harder, rationeler, minder bang voor reputatieschade (NRC, 2016). Daarnaast kan men zich afvragen of de Nederlandse commercieel vastgoedmarkt zich qua kenmerkende karakteristieken wel leent voor de financiering door schuldfondsen en of er wel aanzienlijke leningvolumes gerealiseerd kunnen worden.

1.2 Probleemstelling

Het commercieel vastgoedfinancieringslandschap is de laatste jaren veranderd met de opkomst van niet-bancaire financieringsvormen en het blijkt dat deze ontwikkeling zich doorzet. Het traditionele model voor het financieren van commercieel vastgoed door bancaire instellingen neemt af maar blijft nog steeds dominant. Het aandeel van niet-bancaire financiers neemt toe en daarmee ook de verscheidenheid aan financieringsvormen. Het is niet duidelijk hoe de voorwaarden van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers ten aanzien van het aantrekken van vreemd vermogen middels schuldfondsen in lijn moet worden gebracht met de voorwaarden van schuldfondsen om financieringen te verstrekken aan de Nederlandse vastgoedsector.

1.3 Doelstelling

Baarda e.a. (2012) betoogt dat het doel van een onderzoek gelegen is in het leveren van een bijdrage aan het reduceren van het probleem en aan het bereiken van een meer gewenste situatie. Doel van dit onderzoek is om inzicht te krijgen in de karakteristieken, motieven en voorwaarden die leidend zijn voor schuldfondsen en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers bij de totstandkoming van een financiering van commercieel vastgoed in Nederland. Met dit inzicht kunnen niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers en schuldfondsen een afweging maken ten aanzien van de totstandkoming van een financiering van commercieel vastgoed. Ook zal duidelijk moeten worden of de financiering door schuldfondsen aan de Nederlandse vastgoedsector daadwerkelijk tot een groter marktaandeel zal leiden.

1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen

De hiervoor beschreven aanleiding, probleemstelling en doelstelling hebben geleid tot de volgende onderzoeksvraag:

“Onder welke voorwaarden kan er een commercieel vastgoedfinanciering tot stand komen tussen een schuldfonds en een niet-beursgenoteerde vastgoedbelegger?”

De volgende deelvragen zijn opgesteld met als doel de onderzoeksvraag te beantwoorden:

1. Welke motieven zijn leidend bij de kapitaalstructuur van een vastgoedbelegger en is er sprake van een optimale verhouding van eigen vermogen en vreemd vermogen?
2. Wat zijn de karakteristieken van het financieringsproces voor de financiering van commercieel vastgoed?
3. Welke ontwikkelingen hebben de afgelopen jaren impact gehad op de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt?
4. Wat is een schuldfonds en welke financieringsstrategieën worden er nagestreefd?
5. In hoeverre sluit de gevolgde financieringsstrategie van een schuldfonds aan bij de karakteristieken van de Nederlandse vastgoedsector?

1.5 Afbakening

De Nederlandse commercieel vastgoed- en financieringsmarkt staan centraal in dit onderzoek. Beide deelmarkten zijn te omvangrijk om deze binnen dit onderzoek in zijn geheel te onderzoeken. Het aanbod van en de vraag naar commercieel vastgoedfinancieringen is een gemeenschappelijke deler van de actoren die in dit onderzoek worden beschouwd.

Als aanbieders van commercieel vastgoedfinancieringen zullen schuldfonds worden beschouwd die actief zijn of actief willen worden in Nederland. Er is geen algemeen aanvaarde definitie in gebruik voor een schuldfonds en door de beperkte informatie over dit marktsegment, als gevolg van fragmentatie en ondoorzichtigheid, kan men zelfs betwijfelen of er sprake is van een marktsegment (Kraemer-Eis, 2014). De beperkte marktinformatie is ook het gevolg van het feit dat investeerders in schuldfonds discretionaire verlangingen en dat fondsmanagers hun strategie en uitzettingen niet willen openbaren. Het aantal vormen en structuren die onder de noemer van een schuldfonds geschaard kunnen worden zijn divers en omvangrijk. De definitie die Investopedia (2017) geeft aan een schuldfonds laat duidelijk de algemeenheid van het begrip zien:

“Een schuldfonds is een verzameling van beleggingen, zoals een beleggingsfonds of een beursgenoteerd fonds, waar de kernbeleggingen een vaste inkomstenstroom genereren. Een schuldfonds kan beleggen in kortlopende of langlopende obligaties, gesecuritiseerde producten, geldmarktinstrumenten of variabel rentende schulden. De vergoedingskosten op schuldfonds zijn gemiddeld lager dan aandelenfondsen omdat de totale beheerskosten lager zijn.”

In het kader van dit onderzoek wordt een schuldfonds als volgt gedefinieerd en beschreven:

“Een schuldfonds is een door een fondsmanager gemanaged investeringsplatform dat investeert in commercieel vastgoedfinancieringen en zich daarbij moet houden aan een bepaalde investerings- of financieringsstrategie dat is vastgelegd in een mandaat. De investeringen hebben betrekking op het verstrekken van financieringen aan vastgoedbeleggers of het met korting kopen van commercieel vastgoedfinancieringen van andere financiers. Institutionele investeerders zijn de voornaamste investeerders in schuldfonds.”

Diverse financierings- en investeringsplatforms worden geschaard onder de noemer van een schuldfonds. Deze platforms faciliteren een breed spectrum aan beleggers en arrangeren financieringen vanaf € 100 duizend. Bij de European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) zijn 54 schuldfonds aangesloten en ondanks het ontbreken van een volledig inzicht in de Europese markt wordt verondersteld dat deze fondsen een goed beeld geven van een deel van de totale markt. INREV e.a. (2016) stelt dat gelet op het businessmodel van schuldfonds de individuele leningbedragen tussen de € 20 en € 100 miljoen liggen. Uit de 54 bij INREV (2017,2) aangesloten schuldfonds blijkt dat enkele fondsen ook actief zijn in het verstrekken van kleinere financieringen vanaf een bedrag van € 10 miljoen. De ondergrens voor dit onderzoek wordt gesteld op € 10 miljoen.

In de titel van dit onderzoek wordt de term “(co-)financier” gebruikt. Er kunnen zich situaties voordoen dat een schuldfonds niet de enige financier is van een belegger of in de totale kapitaalstructuur bij een bepaalde deal. Hier moet gedacht worden aan syndicaten met andere financiers of dat verschillende financiers ieder een bepaald risicodeel financieren.

Het minimale leningniveau van € 10 miljoen heeft invloed op de afbakening van de beleggers in direct vastgoed. In dit onderzoek worden beleggers beschouwd met een beleggingspotentieel of volume van minimaal € 20 miljoen. Het uitsluiten van beursgenoteerde beleggers is gelegen in het feit dat deze verzameling van beleggers haar eigen dynamiek heeft in het ophalen van kapitaal en een betere toegang heeft tot de geld- en kapitaalmarkten.

1.6 Relevantie

Wetenschappelijke relevantie

Tijdens de literatuurstudie is gebleken dat er voldoende wetenschappelijke literatuur aanwezig is ten aanzien van de motieven voor en karakteristieken van vreemd vermogen, het financieringsproces en de optimale kapitaalstructuur. Naast het ontbreken van marktgegevens van dit type financier, zijn er beperkte academische publicaties beschikbaar die zich specifiek richten op schuldfondsen:

- Sjögren (2014) heeft onderzoek gedaan naar schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed met een Europese focus vanuit het perspectief van Scandinavische institutionele beleggers. Enkele uitkomsten van dit onderzoek waren bruikbaar voor dit onderzoek.
- Hoppenbrouwers (2016) heeft onderzoek gedaan naar de nieuwe rol van beleggers als financier, waaronder met behulp van schuldfondsen, van vastgoedontwikkeling voor de vrije huursector. Dit onderzoek heeft geen raakvlakken met onderhavig onderzoek.

Ondanks de opkomst van dit type financiers, blijkt er sprake van een kennislacune. Dit verkennend/ exploratieve onderzoek met toetsende elementen kan een relevante bijdrage leveren aan de wetenschappelijke literatuur en als een vliegwiel fungeren voor verder wetenschappelijk onderzoek naar schuldfondsen.

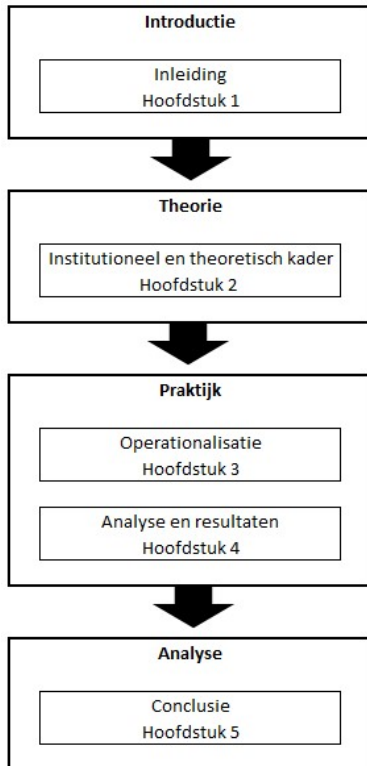
Maatschappelijke relevantie

De commercieel vastgoed- en financieringsmarkt spelen een belangrijke rol voor de Nederlandse economie. Beschikbaarheid van kapitaal met een passend risico-rendementsprofiel werkt als een smeermiddel voor de economie. De vastgoedmarkt is vanwege haar kapitaalintensieve karakter gebaat bij voldoende kapitaal dat aansluit bij de doelstellingen en voorkeuren van financiers, investeerders en vastgoedbeleggers. Schuldfondsen kunnen hier een bijdrage aan leveren.

Investeerders in schuldfondsen zijn institutionele beleggers die beleggen voor grote groepen particulieren. De investeringen van institutionele investeerders en de financieringsbeslissingen van schuldfondsen raken grote groepen particulieren. Verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen dragen voor een belangrijk deel bij aan het vermogen van huishoudens. De financiële stabiliteit van een land kan in het geding komen als deze investeerders significante verliezen maken (ESRB, 2015).

1.7 Onderzoeksmethode

In de probleemstelling is het onderwerp van dit onderzoek beschreven en door middel van een verkennend/ exploratief onderzoek met toetsende elementen zullen de onderzoeksgebieden worden verkend. Om de onderzoeksvraag te beantwoorden zal een onderzoeksproces worden doorlopen op basis van de Theorie, Praktijk en Analyse methodiek (Gerritsen, 2009).



Figuur 1: Modelmatige weergave van de onderzoeksmethode

Theorie

Om een antwoord te kunnen formuleren op de eerste vier deelvragen van dit onderzoek en om de onderzoeksverwachtingen op te kunnen stellen, zal een literatuuronderzoek plaatsvinden, waarbij marktrapporten, wetenschappelijke publicaties en artikelen uit vakbladen worden geraadpleegd. Het onderzoek begint met het formuleren van het institutioneel en theoretisch kader en daarbij zullen alle karakteristieken, motieven, voorwaarden en ontwikkelingen worden beschreven die van belang zijn voor vastgoedbeleggers, commercieel vastgoedfinancieringen en schuldfondsen als financiers.

Praktijk

Aan de hand van de beschrijving van het institutioneel en theoretisch kader zullen er onderzoeksverwachtingen worden geformuleerd. In het praktijkdeel zal, door middel van interviews met een elftal experts die deskundig zijn binnen het vakgebied, een verdieping worden aangebracht op de onderzochte literatuur en de deelvragen en de geformuleerde onderzoeksverwachtingen zullen worden getest.

Analyse

Afsluitend zullen de onderzoeksresultaten worden geanalyseerd. Op basis van het literatuuronderzoek en de analyse van de interviewdata kan de laatste deelvraag en de onderzoeksvraag worden beantwoord en zullen de onderzoeksverwachtingen worden getoetst.

1.8 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 zal het institutioneel en theoretisch kader worden afgebakend door een verkenning en beschrijving van de beleggings- en financieringsmarkt van commercieel vastgoed en van schuldfondsen in het bijzonder. In 2.1 zullen de karakteristieken van niet-beursgenoteerde vastgoedbelegger in direct vastgoed worden beschreven. In paragraaf 2.2 zal worden ingegaan op de motieven voor en effecten van vreemd vermogen. In paragraaf 2.3 zal aan de hand van een literatuurstudie inzicht worden gegeven in de verschillende theorieën en onderzoeken naar de optimale kapitaalstructuur. In paragraaf 2.4 worden de karakteristieken, voorwaarden en ontwikkelingen in de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt beschouwd. In paragraaf 2.5 wordt ingegaan op de kenmerkende karakteristieken van schuldfondsen. Uiteindelijk zal hoofdstuk 2 in paragraaf 2.6 worden afgesloten met de conclusie.

In hoofdstuk 3 worden de onderzoeksmethoden nader toegelicht, alsmede de opstelling van onderzoeksverwachtingen. In hoofdstuk 4 zullen de onderzoeksverwachtingen worden getoetst aan de hand van de afgenomen interviews en zal een verdieping worden aangebracht op de resultaten uit het literatuuronderzoek.

Afsluitend worden in hoofdstuk 5 de conclusies, reflectie en aanbevelingen gepresenteerd. In paragraaf 5.1 worden de conclusies van het onderzoek gepresenteerd en zal de onderzoeksvraag worden beantwoord. In paragraaf 5.2 zal er een reflectie gegeven worden op het onderzoeksgebied en theorieën, onderzoeksmethode en de onderzoeksuitkomsten. Afsluitend zullen er in paragraaf 5.3 enkele aanbevelingen worden gegeven voor vervolgonderzoek.

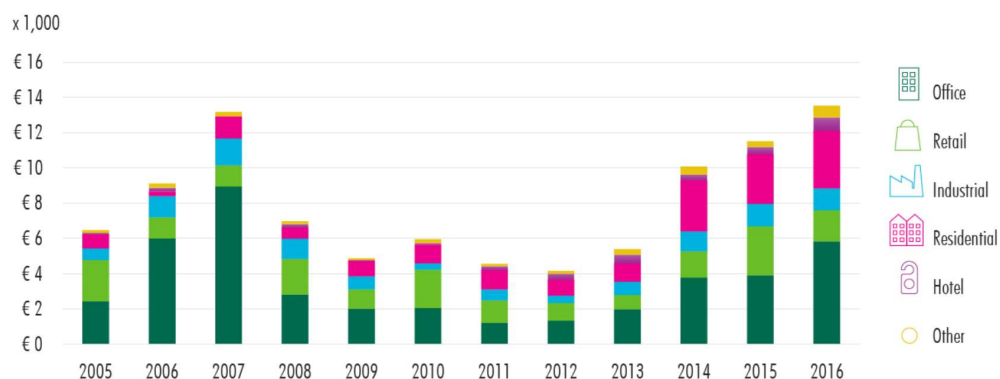
2. Institutioneel en theoretisch kader

2.1 Vastgoedbeleggers in direct vastgoed

Vlek e.a. (2011) stelt dat, hoewel er vele typen beleggers en vastgoed zijn, er een gemeenschappelijk principe is te onderscheiden voor alle beleggers, namelijk “een belegger investeert vermogen in vastgoed om uit kasstromen van het vastgoed gedurende bepaalde periode een rendement te realiseren”. De belegger zal trachten om het directe en indirecte rendement uit vastgoed te optimaliseren zodat de waarde voor de investeerders gemaximaliseerd wordt.

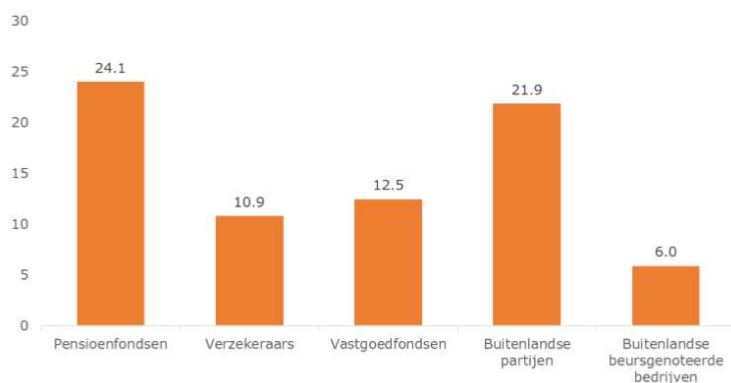
2.1.1 Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers in direct vastgoed

Van Gool e.a. (2013) typeert een belegging in direct vastgoed als een belegging in stenen. Een belegger is geheel of gedeeltelijk eigenaar van de vermogenstitel en voert zelfstandig managementtaken uit of heeft deze uitbesteed (De Kousemaeker e.a., 2007). CBRE (2017) heeft berekend dat het totale investeringsvolume exclusief de verkoop van vastgoedleningen in 2016 is gestegen naar € 13,5 miljard. Na het dieptepunt in 2012 neemt het investeringsvolume ieder jaar toe en in 2016 zit het investeringsvolume weer op het niveau van het recordjaar 2007. Figuur 3 laat zien dat de omvang van de professionele vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland circa € 75 miljard is (Klapwijk e.a., 2017).



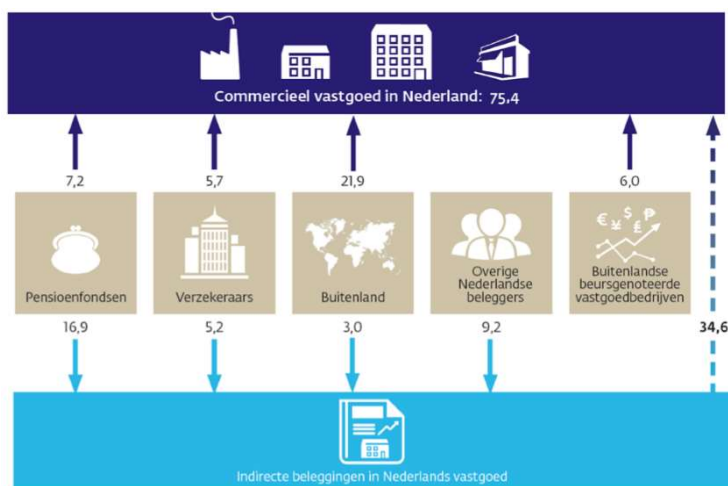
Figuur 2: Investeringsvolume directe investeringen per type vastgoed in Nederland (CBRE, 2017)

In miljarden euro.



Figuur 3: Omvang van de professionele vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland in 2016K3 (Klapwijk e.a., 2017)

Er is sprake van een indirecte belegging als de belegger niet rechtstreeks eigenaar is van het vastgoed, maar eigenaar is van een vermogenstitel die recht geeft op de opbrengsten van dat vastgoed (Van Gool e.a., 2013). Hieronder wordt de beleggingsmarkt geschaard van beleggers die een aandeel hebben in een beleggingsfonds waar de aandelen of participaties niet via een beurs worden verhandeld. Onder indirecte beleggingen worden ook de investeringen in beursgenoteerde vastgoedfondsen geschaard. Figuur 4 laat de verdeling van directe en indirecte beleggingen zien in Nederlands commercieel vastgoed door professionele investeerders en hieruit komt naar voren dat de omvang van directe beleggingen circa € 41 miljard bedraagt en van indirecte beleggingen € 34,6 miljard bedraagt (Klapwijk e.a., 2017).



Figuur 4: Structuur van beleggingen in Nederlands commercieel vastgoed in miljarden euro's in 2016 (Klapwijk e.a., 2017)

De entiteit van de belegger zal middels de juridische en fiscale structuur moeten aansluiten op de specifieke doelstellingen die de investeerders van de entiteit hebben. De juridische structuur wordt voornamelijk bepaald door de fiscale efficiëntie en de vertrouwdeheid van de structuur voor toekomstige investeerders (Larkin e.a., 2003). Niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers worden in het kader van dit onderzoek als volgt getypeerd:

“Een entiteit, in de vorm van een fiscale beleggingsinstelling of in een bepaalde vennootschapsvorm, die belegt in direct vastgoed en waarvan de vermogenstitels niet op een beurs verhandeld worden. Het beleggingspotentieel van deze entiteit bedraagt minimaal € 20 miljoen.”

In dit onderzoek staat commercieel vastgoed centraal en dit omvat objecten die als belegging worden aangehouden en niet in eigen gebruik zijn. Het type vastgoed wordt onderverdeeld naar winkels, bedrijfsruimten, kantoren, woningen en overige typen zoals hotels en logistieke centra.

2.1.2 Managementstijl en beleggingsbeleid

Vastgoedbeleggers worden onderscheiden op basis van een managementstijl en dit komt tot uiting in het gevoerde beleggingsbeleid en het rendement- en risicoprofiel. Hoewel er geen eenduidige definitie aanwezig is, is de door INREV (2012) opgestelde classificatie van stijlen door de markt overgenomen, namelijk core (plus), value-add en opportunistisch. Van Gool e.a. (2013) geeft aan dat de stijlen een resultante zijn van een drietal risicovariabelen, terwijl rendement de uitkomst is van het beleggingsproces en geen onderdeel is van de classificatie. De drie risicovariabelen hebben betrekking op het aandeel in geen omzet genererende delen van de portefeuille, op de maximale loan-to-value (LTV) en het aandeel van (her)ontwikkelingen.

Core (plus)

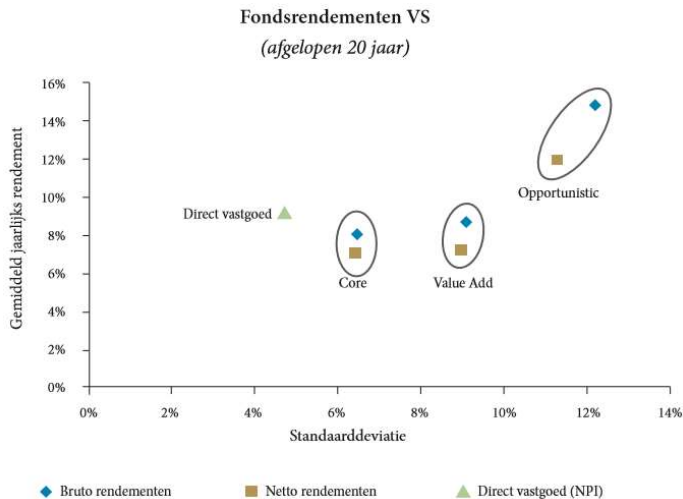
Deze stijl heeft een focus op objecten met een langjarige, duurzame en marktconforme huurstream. De objecten zijn gelegen op de goede locaties in grote steden en het rendement en risico zijn voor deze asset-categorie laag. Het rendement is geoptimaliseerd en er is weinig ruimte om een verbetering toe te voegen. In tijden van een neergaande markt zal de huurstream en waarde redelijk stabiel blijven. Het lage risicoprofiel komt tot uiting in het lage aandeel vreemd vermogen bij dit type beleggers. INREV (2012) maakt nog een onderverdeling naar de LTV, namelijk voor beleggers met een LTV van maximaal 40% tot minimaal 40% (core plus).

Opportunistisch

De stijl kenmerkt zich door een hoog rendement-risicoprofiel met een hoge LTV van minimaal 60%. De belegger zal de objecten actief moeten managen omdat de objecten een hoge potentie bieden voor verbetering van de cashflow en waarde. Er is sprake van hoge risico's door de mindere kwaliteit van gebouwen en locaties, leegstand, herontwikkelingen en hoge financieringsniveaus (Van der Ende e.a., 2016). Een groot deel van het rendement zal tijdens de beleggingsperiode indirect zijn en het directe rendement is van ondergeschikt belang. De objecten worden vaak tegen een korting aangekocht van banken of in problemen verkerende vastgoedbeleggers.

Value-add

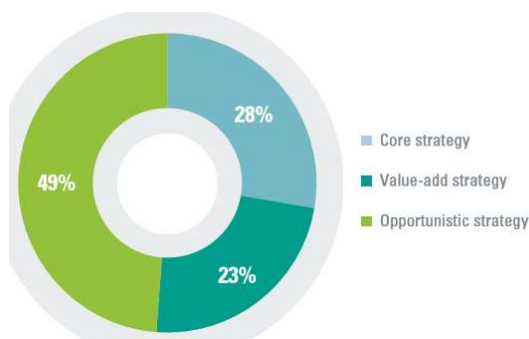
Het rendement-risico profiel van de value-add stijl zit tussen die van de core en opportunistisch stijl in qua rendement targets, leverage, risico bereidheid en (her)ontwikkelingspotentieel. De LTV ligt tussen de 40% en 60%. De objecten herbergen een waardepotentie die door actief management bereikt zal moeten worden. Er zal sprake zijn van gedeeltelijke leegstand, huurniveaus die onder de markthuurliggen, aflopende huurcontracten of gedateerdheid van het object. Een object zal worden aangekocht om waarde te creëren om het vervolgens te verkopen om het indirecte rendement te kunnen verzilveren. De belegger zal een specifiek businessplan hebben om bijvoorbeeld de huurstream te optimaliseren door te investeren in herontwikkelingen en renovaties.



Figuur 5: Bruto- en nettorendement in de VS over de afgelopen 20 jaar (Van der Ende e.a., 2016)

De managementstijl geeft een verklaring voor de samenstelling van de kapitaalstructuur. Onderzoek van Shilling e.a. (2010) toont aan dat de value-add en opportunistic stijlen hogere rendementen genereren en de neiging hebben om risicovoller te zijn dan in het geval bij core investeringen, maar dat deze hogere rendementen worden gedreven door de marktomstandigheden en het gebruik van goedkope schuld. Op basis van historische reeksen uit de Verenigde Staten is in figuur 5 te zien dat het bruto rendement en risico toenemen naarmate het risico van de managementstijl toeneemt. Het beeld ten aanzien van het nettorendement is afwijkend voor de value-add strategie. Een hoger rendement dan de core strategie zou logischer zijn maar hier is geen verklaring voor gevonden. De keuze voor een stijl zal een substantieel effect hebben op het risicoprofiel en meegenomen moeten worden in de parameters van de asset-allocatie van een belegger (Van der Ende e.a., 2016).

Een onderzoek van ABN AMRO (2015) naar de strategieën van buitenlandse investeerders in relatie tot de grootste Nederlandse vastgoedtransacties over een periode van twee jaar, heeft duidelijk gemaakt dat de opportunistic strategie met circa 50% de meest toegepaste strategie is, gevolgd door de core strategie met 28% en de value-add strategie met 23%. Een onderzoek van Jones Lang Lasalle (2015) naar het investeringsbeleid van nationale en internationale beleggers op de Nederlandse markt met een gezamenlijk bezit van € 41 miljard laat een ander beeld zien zoals is te zien in figuur 7.



Figuur 6: Aandeel van een investeringsstrategie in totale transactievolume (ABN AMRO, 2015)

Investor interest per market and investment type

	Core	Core Plus	Value Add	Opportunistic	Distressed
Office	17%	23%	26%	16%	16%
Industrial	30%	30%	23%	8%	8%
Retail	23%	23%	24%	15%	16%
Residential	47%	32%	12%	5%	4%

Figuur 7: Interesse van beleggers in investeringsstrategie en type het vastgoed (JLL, 2015)

Traditioneel is er een grote interesse in core proposities maar de afgelopen jaren neemt de interesse naar opportunistic en value-add proposities toe als gevolg van een herstel van de economie. Savills (2017) ziet in Nederland de core en opportunistic proposities opdrogen. In 2016 zijn er enkele grote core objecten van eigenaar gewisseld maar het aanbod van dit type objecten neemt af zodat beleggers zich meer moeten richten op de core plus objecten in de grote Nederlandse steden. In de laatste jaren zijn er op het dieptepunt van de vastgoedcyclus enkele grote opportunistic portefeuilles gekocht en die zijn inmiddels weer van eigenaar verwisseld. Een gevolg is een schaarste van dit type portefeuilles waardoor beleggers naar het value-add segment worden geleid. Syntrus Achmea (2016,1) verwacht voor de periode 2017–2019 beperkte investeringsmogelijkheden in het core segment voor kantoren en daarom zullen meer risicovolle strategieën overwogen worden. Dankzij het core profiel van de woningsector en de beperkte beschikbaarheid van deze beleggingscategorie zal hier ook een verschuiving plaatsvinden naar de risicovollere segmenten. De winkelmarkt is de afgelopen jaren blootgesteld aan faillissementen en oplopende leegstand, op de toplocaties in de vier grote steden vinden er weinig transacties plaats.

2.2 Vreemd vermogen en vastgoedbeleggers

De kapitaalstructuur geeft inzicht in de mate en wijze van de financiering van het eigen vermogen en vreemd vermogen. In deze paragraaf worden de belangrijkste motieven voor en effecten van vreemd vermogen beschouwd. Het vreemd vermogen van een onderneming bestaat uit kort- en langlopende schulden en claims van derden. Gelet op het kapitaalintensieve karakter van de vastgoedsector, zal het ingebrachte kapitaal van de investeerders aangevuld met ingehouden winsten vaak niet voldoende zijn om de gewenste investeringen te doen. De financiers bedingen zekerheden, voorwaarden en verboden om de terugbetaling van de lening en de te betalen rente veilig te stellen.

Om te komen tot een investeringsbeslissing zal een belegger verschillende factoren tegen elkaar afwegen. De wijze van financieren vormt een belangrijk onderdeel van dit besluitvormingsproces. Aan de hand van Anson e.a. (2003) en Geltner e.a. (2013) zullen enkele motieven voor het aantrekken van vreemd vermogen en de effecten ervan worden toegelicht. Een aantal motieven en effecten zijn buiten beschouwing gelaten omdat die betrekking hebben op de investeerders of waarvan wordt geacht dat die een minder zware weging hebben in het besluitvormingsproces.

1. Positieve netto contante waarde versus beperking in vrij besteedbare middelen

De belangrijkste motivatie voor het aantrekken van vreemd vermogen is dat een belegger niet voldoende middelen beschikbaar heeft om te investeren. Vreemd vermogen als financieringsbron maakt het voor beleggers mogelijk om een investering met een positieve netto contante waarde aan te gaan, terwijl de belegger de investering niet met eigen middelen had kunnen financieren.

2. Financiële hefboom

Met het aantrekken van vreemd vermogen treedt er een hefboomeffect op. Het rendement op eigen vermogen kan verhoogd worden wanneer het rendement van de investering hoger is dan de rente die verschuldigd is aan de financiers. Dit principe geldt ook omgekeerd wanneer het rendement van de investering lager komt te liggen dan de rentelasten van het vreemd vermogen, bijvoorbeeld door

het uitvallen van een huurder of een stijging van de rentelasten. Het rendement op het eigen vermogen zal dalen. Een toename van vreemd vermogen veroorzaakt een toename in de volatiliteit van de te behalen rendementen waardoor het rendement op het eigen vermogen meer sensitief is aan het rendement van de investering (Sayce e.a., 2006). De prijs die een belegger betaald voor de mogelijkheid voor het behalen van een hoger rendement is een toename van het risico.

3. Belastingaftrek rentelasten

Belastingplichtige ondernemingen kunnen de rentekosten aftrekken van de belastbare winst en daarmee ontstaat een zogenaamd belastingschild. Dit schild is de contante waarde van het belastingvoordeel en dit heeft alleen een positieve uitwerking als de onderneming voldoende winstgevend is. McDonald (1999) stelt dat belastingplichtige beleggers waarde kunnen toevoegen onder de voorwaarde dat de financier en de belegger dezelfde vooruitzichten hebben ten aanzien van een investering. Dit zou impliceren dat iedere belastingplichtige belegger zich volledig met vreemd vermogen zou financieren maar in de praktijk is dit geen gangbaar scenario.

Voor fiscale beleggingsinstellingen (FBI) geldt een 0%-tarief voor de vennootschapsbelasting en deze beleggers kunnen niet profiteren van de aftrekbaarheid van de rentelasten. Om te voldoen aan de FBI-status dienen beleggers nog te voldoen aan een uitdelingsverplichting van de fiscale winst en een maximaal percentage van 60% vreemd vermogen op de fiscale boekwaarde van de investeringen.

4. Afdekken van het neerwaartse risico

Het belasten van vastgoed met vreemd vermogen is te zien als een gedeeltelijke verkoop van het onderliggende object. Het opwaartse potentieel van de waarde komt volledig toe aan de belegger, terwijl in een scenario dat de waarde daalt onder de uitstaande schuld het verlies grotendeels voor rekening is van de financier. De belegger zal een verlies ter hoogte van het ingebrachte eigen vermogen moeten nemen maar het heeft op deze manier de blootstelling aan een verdere waardedaling afgedekt. Het verhypothekeren van een onderpand is een stuk minder duur in termen van directe en indirecte kosten dan een reguliere verkoop van een onderpand (Anson e.a., 2003).

5. Schaalvoordelen en diversificatie

Vastgoedinvesteringen vergen een groot vermogensbeslag door de hoge eenheidsprijzen. Vreemd vermogen geeft beleggers met een kapitaalbeperking de mogelijkheid om de investeringen te diversifiëren (Geltner e.a., 2013). Het extra kapitaal kan gebruikt worden voor de aanschaf van meerdere objecten zodat het risicoprofiel van de gehele portefeuille verlaagd kan worden (Brueggeman e.a., 2010). Vreemd vermogen biedt de mogelijkheid om de spreiding te verhogen zodat de idiosyncratische en marktcyclische risico's van de portefeuille worden verminderd (Anson e.a., 2003). Een bijkomend effect van een grotere portefeuille heeft betrekking op het profiteren van optredende schaalvoordelen. De inzet van beheers- en managementactiviteiten kan efficiënter en over een groter aantal objecten worden verdeeld zodat hiermee een kostenvoordeel optreedt.

2.3 Optimale kapitaalstructuur

De volgende stap is om te bepalen of er een optimale verhouding bestaat tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. De optimale kapitaalstructuur wordt al een geruime tijd bestudeerd en wetenschappers hebben onderzoek gedaan of de wijze van financieren de waarde kan beïnvloeden.

2.3.1 Modigliani en Miller theorema

Modigliani en Miller hebben met hun onderzoek naar de optimale kapitaalstructuur een fundament gevormd voor de moderne financieringstheorieën. In een tweetal proposities stellen Modigliani en Miller, dat bij afwezigheid van belastingen en renteverschillen tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, financiering irrelevant is voor de waarde van een onderneming (Van Gool e.a., 2013). De proposities zijn gebaseerd op een efficiënte markt zonder imperfecties, zoals het bestaan van belastingen, transactiekosten, faillissementskosten en informatie-asymmetrie.

1. De eerste propositie stelt dat de wijze en de verhouding van financieren irrelevant zijn voor de marktwaarde van de onderneming. De marktwaarde van de onderneming wordt bepaald door het kapitaliseren van het verwachte rendement van de activa.
2. De tweede propositie stelt dat, het rendement op het eigen vermogen zonder dat er sprake is van vreemd vermogen, verhoogd met een premie die in verhouding gelijk is aan de verhouding van het vreemd vermogen met het eigen vermogen, gelijk is aan het rendement op het eigen vermogen in het geval er sprake is van vreemd vermogen (Modigliani & Miller, 1958).

In 1963 volgt er een aanvulling dat belastingdruk en renteverschillen de bepalende factoren zijn voor de kapitaalstructuur (Van Gool e.a., 2013). De proposities zijn uitgebreid met belastingen en dit effect werkt alleen voor belastingplichtige ondernemingen. De fiscale aftrekbaarheid van de rentekosten zorgt voor een positief effect op de waarde van de onderneming bij de aanwezigheid van vreemd vermogen. Dat er meer waarde gecreëerd kan worden door het toevoegen van vreemd vermogen is niet reëel en zou ertoe kunnen leiden dat beleggers vreemd vermogen zullen maximaliseren. Dit impliceert dat de waarde van de onderneming gemaximaliseerd kan worden door louter gebruik te maken van vreemd vermogen. Dit scenario houdt geen stand omdat vreemd vermogen verschaffers altijd een deel eigen vermogen verlangen.

2.3.2 (Static) Trade-off theorie

Met een stijging van vreemd vermogen stijgt het faillissementsrisico en dit risico zal door financiers worden meegenomen in de rente. Het voordeel van het toevoegen van vreemd vermogen als gevolg van de fiscale aftrekbaarheid van de rentelasten gaat niet meer op. Er dient ook rekening gehouden worden met de potentiële kosten van financiële moeilijkheden. Kraus en Litzenberger (1973) stellen dat bij de optimalisatie van de kapitaalstructuur er een wisselwerking plaatsvindt tussen fiscale voordelen en potentiële kosten van financiële moeilijkheden. Myers (1984) beargumenteert, dat een onderneming die volgens het static trade-off principe handelt, een schulddoelstelling heeft ten opzichte van de marktwaarde en zich dan geleidelijk beweegt naar die doelstelling. De doelstelling wordt bepaald door het afwegen van fiscale voordelen tegen de kosten van financiële moeilijkheden. De optimale kapitaalstructuur zal voor elke onderneming verschillend zijn.

2.3.3 Agentschapskosten theorie

Deze theorie neemt de agentschapskosten op als imperfectie voor de bepaling van een optimale kapitaalstructuur van een onderneming. Met de introductie van vreemd vermogen ontstaat er een belangentegenstelling tussen investeerders, financiers en het management. Deze tegenstelling geldt tussen de opdrachtgever als principaal en de agent als opdrachtnemer en waarbij iedere partij zijn eigen nut zal maximaliseren. De kosten die hiermee gepaard gaan zijn agentschapskosten. Jensen en Meckling (1976) definiëren deze kosten als de optelsom van de controlekosten die gemaakt worden door de principaal en de agent en het residuele verlies. Ook bij deze theorie zal de optimale kapitaalstructuur voor elke onderneming verschillend zijn.

2.3.4 Pecking-order theorie

De pecking-order theorie gaat niet uit van het bestaan van een optimale kapitaalstructuur maar van een pikorde in de wijze van de financiering van een project of een onderneming. Een onderneming hanteert een pikorde bij de keuze tussen verschillende financieringsbronnen en de kosten daarvan. Myers (1984) stelt dat er een voorkeur bestaat voor de financiering met interne bronnen vanwege de lagere kosten. Bij afwezigheid van interne bronnen zal er vreemd vermogen worden aangetrokken omdat de kosten daarvan lager zijn dan de rendementseis van eigen vermogen. De gedachte dat de kosten van eigen vermogen hoger zijn dan die van het aantrekken van vreemd vermogen wordt veroorzaakt door informatie asymmetrie tussen het management en nieuwe investeerders.

De pikorde van financieringsbronnen wordt als volgt onderscheiden:

1. Interne bronnen van de onderneming zoals liquide middelen en snel liquide te maken activa;
2. Aantrekken van vreemd vermogen;
3. Aantrekken van hybride vermogen zoals converteerbare obligaties;
4. Aantrekken van eigen vermogen met het uitgeven van aandelen.

Myers en Majluf (1984) stellen dat informatie asymmetrie tussen management en investeerders een verklaring geeft voor de voorkeur van vreemd vermogen boven eigen vermogen. Het uitgeven van aandelen wordt door de bestaande investeerders niet positief ontvangen, terwijl het aantrekken van vreemd vermogen wordt gezien dat een investering winstgevend zal zijn. Het management heeft een informatievoorsprong en het resultaat is een pikorde in de financieringsbronnen op het moment dat er niet voldoende interne bronnen zijn om een investering te financieren. Er is dan geen sprake van een optimale verhouding van de financieringsbronnen.

2.3.5 Optimum in kapitaalstructuur?

De toepassing van de hiervoor besproken theorieën levert geen eenduidig beeld op hoe een onderneming haar kapitaalstructuur moet inrichten. Westgaard e.a. (2008) stelt in zijn onderzoek naar de verklarende factoren van de kapitaalstructuur van vastgoedondernemingen in Groot-Brittannië aan dat bepaalde elementen uit de static trade-off theorie, zoals de winstgevendheid, materiële vaste activa en de grootte van de onderneming, en de pecking-order theorie, zoals de omloopsnelheid van de activa, significant zijn als verklaring voor de kapitaalstructuur van een onderneming. De Jong e.a. (2011) stelt dat bij beslissingen voor het uitgeven van schulden en het

inkopen van aandelen de static trade-off theorie en de pecking-order theorie conflicterende uitkomsten geven. Langerak (2010) stelt dat geen enkel type vastgoedonderneming volledig financiert naar verwachting van de trade-off theorie of de pecking-order theorie.

Er zijn diverse onderzoeken gedaan naar de meest optimale LTV-niveaus en hoe deze niveaus bepaald zouden moeten worden. Hieronder volgt een opsomming van de verschillende onderzoeken:

- Cannaday en Yang (1996) tonen aan dat er een optimale LTV bestaat en dat dit een functie is van een aantal karakteristieken van de investeerder. De optimale LTV-verhouding is te benaderen door de netto contante waarde bij verschillende situaties te vergelijken.
- McDonald (1999) heeft het model van Cannaday en Yang uitgebreid met de factor onzekerheid dat de vastgoedbelegger in gebreke blijft bij de vreemd vermogen verschaffer. De mogelijkheid van het in gebreke blijven is de onderliggende factor bij de bepaling van een optimale LTV voor zowel de vastgoedbelegger als de vreemd vermogen verschaffer.
- Boyd e.a. (1998) stelt dat er een optimum bestaat voor het aandeel vreemd vermogen voor een belastingplichtige belegger en dat dit optimum ergens tussen de 20% en 75% LTV ligt.
- Tyrell en Bostwick (2005) stellen dat er een optimale verhouding bestaat voor core vastgoed. De optimale LTV-verhouding komt lager te liggen zodra de financieringskosten stijgen en het totale rendement afneemt.
- Van der Spek en Hoorenman (2011) tonen aan dat bij een rendementsgrondslag op basis van de internal-rate of return de optimale LTV-verhouding rond de 40% ligt en voor de netto contante waarde methode is dit circa 20%. Als de LTV stijgt boven het optimale niveau dan neemt het rendement af door de disproportionele stijging van de kosten van financiële moeilijkheden, asymmetrische performance fees en de impact van rentekosten.
- Alcock e.a. (2013) stellen dat het aantrekken van vreemd vermogen niet gezien kan worden als een lange termijnstrategie om het rendement te verbeteren. Het aantrekken van vreemd voegt alleen waarde toe voor de korte termijn.

De keuzes van ondernemingen zijn niet te vangen in een bepaalde theorie en dit wordt bevestigd door de literatuur waarin bepaalde elementen van de beschreven theorieën zelfs tegenstrijdig met elkaar kunnen zijn. Daarnaast gaan de theorieën uit van condities en voorwaarden die in de praktijk onwaarschijnlijk zijn. Geltner e.a. (2013) stelt dat, de karakteristieken van vastgoed, als relatief transparante en stabiele investeringsvorm met een lage volatiliteit, het gebruik ondersteunen van een hoger schuldratio en dit is ook de norm in de vastgoedsector. Een hoger schuldratio heeft tot gevolg dat beleggers eerder in de problemen komen.

2.4 Commercieel vastgoedfinanciering

De karakteristieken, voorwaarden en ontwikkelingen in de commercieel vastgoed financieringsmarkt worden in de volgende sub-paragrafen beschreven.

2.4.1 Financiers

De commerciële vastgoedfinancieringsmarkt in Europa verschilt sterk met die van de Verenigde Staten. Waar voor de financiële crisis ruim de helft van het volume aan commercieel vastgoedfinancieringen in de Verenigde Staten door bancaire instellingen werd verstrekt, lag dat voor Europa op circa 90% a 95% (INREV e.a., 2016). Bancaire instellingen zijn nog steeds dominant als financiers van commercieel vastgoed maar door de crisisjaren is de financieringsmarkt veranderd. De verandering is voor een belangrijk deel gedreven door de strengere eisen volgend uit het Basel III raamwerk die voor bancaire instellingen zijn gaan gelden ten aanzien van het verbeteren van de kapitaaleisen en de identificatie van bepaalde risico's.

Het Basel Comité heeft diverse voorstellen gedaan om de bancaire sector weerbaarder en stabielere te maken. De voorstellen hebben mede tot doel om de kapitaals- en liquiditeitseisen van bancaire instellingen te verbeteren door het stellen van strengere eisen aan de hoogte en kwaliteit van kapitaal. Deze eisen hebben tot gevolg dat bancaire instellingen met grote vastgoedvolumes op de balans te maken krijgen met gestegen liquiditeits- en solvabiliteitsrisico's (Oversteeg, 2012). De exposure van bancaire instellingen op vastgoedfinancieringen moet worden gereduceerd en verbeterd worden door een strengere beoordeling van financieringsaanvragen en door lagere financieringsniveaus te verstrekken.

LENINGPRODUCTIE (X € 1 MLN)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1e HJ 2016
ABN Amro REF	1200	883	728	1400	1500	950	900	740	1675	1340
ING REF	9700	10747	5948	6724	1487	693	680	1280	1180	1130
FGH	6300	4800	2780	2400	2800	1700	1800	1300	1099	403
Deutsche Hypo	>100	132	212	385	221	240	200	639	497	261
NIBC	2300	500	1000	750	500	67	114	400	500	250
Syntus Achmea	750	710	100	256	336	67	114	52	95	148
Berlin Hyp	100	100	217	135	GO	GO	GO	GO	331	128
Triodos	GO	GO	16	28	34	45	65	62	113	87
Totaal	20350	17872	11001	12078	6873	3762	3873	4473	5490	3747

GO = geen opgave

Figuur 9: Leningproductie van financiers van commercieel vastgoed (PropertyNL, 2016)

De bancaire kredietverstrekking aan de commercieel vastgoedsector is sinds eind 2010 met ruim een derde afgenomen tot € 6,2 miljard in het tweede kwartaal van 2016, hiervan is 2/3 verstrekt aan de Nederlandse vastgoedsector (DNB, 2016, 1). De leningproductie van de bancaire commercieel vastgoedfinanciers in Nederland ligt op een lager niveau dan dat niveau die gemeten werd net voor en tijdens het begin van de globale financiële crisis.

In 2016 is voor € 6,1 miljard aan problematische commercieel vastgoedfinancieringen verkocht aan voornamelijk buitenlandse investeerders (Cushman & Wakefield, 2015,1). In 2016 hebben er in Nederland een aantal grote transacties plaatsgevonden met als uitschieter de aankoop van Propertize voor bijna € 900 miljoen. Ondanks de verbeterde marktomstandigheden hebben bancaire instellingen nog aanzienlijke portefeuilles probleemleningen in de boeken staan. In het najaar van 2016 bedroeg het percentage probleemleningen ten opzichte van het totaal aan commercieel vastgoedleningen 6,9% (DNB, 2016, 2). Een verdere afbouw is noodzakelijk en zal de interesse van de opkopers, waaronder gespecialiseerde schuldfondsen, van probleemleningen in stand houden. Voor de kopers wegen het gunstige Nederlandse insolventierecht en het lage percentage wanbetalingen op tegen de illiquide vastgoedmarkt met relatief veel leegstand (DNB, 2016,1). Een groot aantal schuldfondsen verwacht een flink volume op deze markt te kunnen realiseren vanwege de noodzaak van een grondig inzicht in de onderliggende vastgoed- en assetmanagement dynamiek (CBRE, 2017).

De gevolgen van de financiële crisis zijn duidelijk merkbaar voor bancaire instellingen in relatie tot verhoogde kapitaaleisen, afwaarderingen van leningportefeuilles en de strengere selectie van financieringsaanvragen met lagere leningniveaus. Bancaire instellingen zijn minder leningen gaan verstrekken aan kleine- en middelgrote ondernemingen en in een dergelijke marktomgeving is het van belang om alternatieve financieringsmogelijkheden te stimuleren (Wehinger, 2012). De dominantie van bancaire instellingen in Nederland heeft negatieve gevolgen voor de beschikbaarheid van voldoende financieringsmogelijkheden voor ondernemingen. Een verschuiving naar een meer marktgeoriënteerde financiële sector is wenselijk als men de economie robuuster wil maken tegen schokken in het financiële stelsel (CPB, 2015). De opkomst van alternatieve financieringsvormen draagt bij aan een meer marktgeoriënteerd financieel systeem met als voordeel dat ondernemingen makkelijker kunnen overstappen naar niet-bancaire financieringsmogelijkheden op het moment dat bancaire instellingen problemen ervaren.

Een drietal algemene financieringsmodellen kunnen worden onderscheiden die niet-bancaire instellingen toepassen (Financial Stability Board, 2013):

1. Private placement: Institutionele beleggers verstrekken onderhandse leningen aan middelgrote ondernemingen en deze leningen worden niet verhandeld op de secundaire markt. Verzekeringsmaatschappijen zijn voornamelijk actief als verstrekker van de onderhandse leningen. In navolging van de Verenigde Staten komt de markt voor onderhandse leningen langzaam van de grond en dit is een positieve ontwikkeling voor bedrijven die te klein zijn voor de kapitaalmarkt (DNB, 2015).
2. Schuldfondsen: Een fondsmanager lanceert een fonds waar institutionele investeerders een belang in kunnen nemen en dit fonds verstrekt financieringen aan geselecteerde ondernemingen of projecten. De investeerders in deze fondsen hebben niet de middelen en in-house expertise om de financieringen zelf aan de ondernemingen te verstrekken.
3. Co-financieren met een bancaire instelling: Dit is een variant op het "originate-to-distribute model" waarbij een niet-bancaire instelling en een bancaire instelling een samenwerking aangaan om financieringen te verstrekken aan een groot aantal ondernemingen. De bancaire instelling neemt het gehele kredietbeoordelings- en kredietverleningsproces op zich en is samen met institutionele investeerders verantwoordelijk voor de funding.

Een ontwikkeling die weer actueel is, is het verkopen van kwalitatief hoogwaardige financieringen door bancaire instellingen aan institutionele investeerders. In 2016 heeft Rabobank een pakket kwalitatief hoogwaardige vastgoedleningen van € 650 miljoen verkocht aan een Nederlandse institutionele belegger (Financieel Dagblad, 2016). In dit model blijft de verkopende partij het vaste aanspreekpunt voor de leningnemers en blijven de leningvoorwaarden onverkort van kracht.

Het “originate-to-distribute” model krijgt weer aandacht in de markt, waarbij een bancaire instelling kredieten verstrekt, verpakt en verhandelt. Met deze vorm van securitisatie verplaatst een bancaire instelling een bundel van kredieten naar een speciale vennootschap, die op haar beurt schuld papier uit geeft dat gedekt wordt door kredieten (DNB, 2008). Uit een onderzoek van Dekker (2015) blijkt dat Nederlandse bancaire vastgoedfinanciers een vorm van het “originate-to-distribute” model nastreven voor de grote volumes waarin men een deal underwrite en vervolgens uitsyndiceert.

De verzekeringssector heeft ook te maken gekregen met strengere regelgeving met de geleidelijke invoering van Solvency II. Exposure op vastgoedfinancieringen geeft onder Solvency II een significant lagere kapitaalseis (INREV e.a., 2016). Twigt (2011) stelt dat als gevolg van de invoering van Solvency II het voor verzekeraars aantrekkelijker is geworden om commerciële vastgoedfinancieringen te verstrekken in plaats van directe vastgoedbeleggingen. Na de invoering van Solvency II zijn verzekeraars actiever geworden met het beleggen in vastgoedfinancieringen. Dit geldt met name voor onderhandse leningen waar Nederlandse verzekeraars (DNB, 2016, 1). De potentieel gunstige behandeling van de kapitaaleisen zorgt voor een toegenomen concurrentie met bancaire instellingen voor risicomatig acceptabele en kwalitatief goede commerciële vastgoedfinancieringen (EY, 2015). Er kan sprake zijn van een ongelijk speelveld omdat verzekeraars bij bepaalde senioriteitslagen minder kapitaal hoeven aan te houden dan bancaire instellingen voor dezelfde casus (INREV e.a., 2016).

Er is een grote variëteit aan financiers actief op de Nederlandse financieringsmarkt van commercieel vastgoed (CBRE, 2017):

- Grootbanken: Nederlandse bancaire instellingen hebben een stevige positie in Nederland en bieden diverse producten voor verschillende typen vastgoed en soorten beleggers. Ook buitenlandse partijen zijn weer actief of willen dat worden.
- Duitse Pfandbriefbanken: Op basis van strikte wet- en regelgeving geven Pfandbriefbanken gedekte obligaties uit die worden gedekt door een pool van hypothecaire leningen. De financieringen moeten voldoen aan strenge eisen waardoor Pfandbriefbanken actief zijn in het prime segment met hoge financieringsvolumes voor een klein aantal financieringsdeals.
- Investeringsbanken: In Nederland zijn deze partijen niet erg actief.
- Verzekeringsmaatschappijen: Voor verzekeraars vormt vastgoed een goede asset-klasse om financieringen aan te verstrekken vanwege de onderscheidende karakteristieken die vastgoed kan hebben door de stabiele kasstromen en de lange levensduur.
- Schuldfondsen: Schuldfondsen zijn een aantrekkelijk investeringsalternatief voor verzekeraars, vermogensbeheerders en pensioenfondsen omdat een schuldfonds ingericht kan worden volgens de risico-rendementsdoelstellingen van de investeerders.
- Niche financiers: De kansen voor niche financiers liggen vooral in de kleinere en meer complexe verstrekkingen en als gevolg hiervan zijn specialistische partijen in opkomst die snel kunnen handelen en zich richten op één sector en/of regio (Syntrus Achmea, 2016,1).

Hilbers & Nijskens (2016) stellen dat pensioenfondsen een grote rol spelen bij de financiering van vastgoed in Nederland. Alleen in Groot-Brittannië spelen pensioenfondsen ook een rol van betekenis. KPMG (2017) stelt dat buitenlandse bancaire instellingen worden gezien als grootste concurrent, gevolgd door verzekeraars en investeringsbanken. Omvangrijke financieringen op core vastgoed zijn schaars en daarom worden financieringen van € 10 miljoen niet meteen geweigerd door buitenlandse verstrekkers (Syntrus Achmea, 2016,1). CBRE (2017) ziet in de markt ontwikkelingen die duiden op toegenomen concurrentie. De Nederlandse grootbanken zijn weer actief in de markt en voor de grote core transacties gaan Nederlandse grootbanken de samenwerking aan met Duitse Pfandbriefbanken en verzekeringsmaatschappijen met een co-financiering met een bancaire instelling. Duitse Pfandbriefbanken zijn ook zelfstandig actief in het core segment.

2.4.2 Structurering en zekerheden

Nederland beschikt over een effectief zekerhedensysteem en een goed functionerend Kadaster en deze zaken maken het mogelijk om harde zekerheden overeen te komen (Copier, 2016). Na de crisis hebben financiers meer aandacht gekregen voor de juridische structuur van de leningnemer. Alleen vertrouwen op de hypotheek als zekerheid is niet meer voldoende (Van 't Hooft, 2016), ondanks dat het in Nederland mogelijk is om in een default situatie relatief snel tot uitwinning over te gaan.

De volgende zekerheden worden onderscheiden (De Kousemaeker e.a., 2007):

- Zakelijke: Naast de gebruikelijke zekerheden, zoals hypotheek en een verpanding van huurinkomsten, verzekeringen en bankrekeningen, eisen financiers steeds vaker een verpanding van aandelen omdat een uitwinning van een pandrecht op aandelen belangrijke voordelen heeft ten opzichte van de uitwinning van een hypotheek (Van 't Hooft, 2016).
- Persoonlijke: Deze zekerheidsrechten, zoals borgtochten en garanties, worden ontleend aan een persoon en deze persoon zal vaak een achterliggende of gerelateerde partij betreffen van de gefinancierde belegger.
- Oneigenlijke: Dit zijn in de leningdocumentatie vastgelegde afspraken, zoals een convenant waarin wordt afgesproken tot welk niveau de dekkingswaarde van het vastgoed mag dalen ten opzichte van het vreemd vermogen (LTV) of een convenant die toeziet op de ratio van de huurinkomsten ten opzichte van rentelasten (interest rate cover).

Bij het financieren met vreemd vermogen worden er afspraken gemaakt tussen de financier en de belegger en eventuele andere financiers en crediteuren ten aanzien van de senioriteit van de financiering. Er is sprake van een hiërarchie in de rechten en claims op de activa en kasstromen. Hoe meer risico een financier loopt, hoe meer marge zij zal verlangen als tegemoetkoming voor het hogere risicoprofiel. Het risicoprofiel komt mede tot uiting in de hoogte van de LTV. De hiërarchie in lagen gaat van de senior positie die als eerste terugbetaald wordt naar het aandelenvermogen die als laatste recht heeft op het residu wanneer alle schuldeisers zijn terugbetaald. Er is geen eenduidige definitie van de kenmerken van de lagen in senioriteit en daarbij kunnen de onderliggende kenmerken wijzigen over de tijd of een cyclus.

Voor dit onderzoek wordt aangesloten bij de beschrijving van INREV e.a. (2016):

- Senior leningen: De senior lening heeft de eerste en hoogste claim op de activabestandsdelen, zoals een hypotheekrecht op het vastgoed en zal als eerste in de rij van schuldeisers worden terugbetaald bij een faillissement (Hillier, 2013). De LTV zal maximaal 70% bedragen.
- Junior leningen: Deze leningen hebben een achtergesteld karakter ten opzichte van de senior leningen en de LTV zal tussen de 60% en 75% bedragen met een tweede hypotheekrecht.
- Mezzanine leningen: Dit is een beleggingsproduct gestructureerd als een lening die voorrang heeft op investeerders maar achtergesteld is op financiers (Geltner e.a., 2013). Er is geen recht van hypotheek op het vastgoed maar zal meedelen in de winst bij verkoop of een hoge vergoeding krijgen bij een voortijdige aflossing. De LTV bedraagt tussen de 70% en 90%.
- Preferente aandelenvermogen: Preferente investeerders hebben voorrang op reguliere investeerders bij dividenduitkeringen en bij de terugbetaling bij een faillissement.
- Aandelenvermogen: De houders van normale aandelen hebben als laatste recht op het residu en daarom wordt dit vermogen ook wel het risicodragend vermogen genoemd.

2.5 Schuldfondsen

In de volgende sub-paragrafen zal het onderzoekonderwerp schuldfondsen worden verkend.

2.5.1 Institutionele investeerders

Institutionele investeerders kunnen op meerdere manieren exposure verkrijgen op commercieel vastgoed, waaronder door het verstrekken of opkopen van commercieel vastgoedfinancieringen met een investering in een schuldfonds. De indirecte investeringen in vastgoedfinancieringen worden steeds meer gezien als een toevoeging aan de bestaande beleggingscategorieën die goed aansluit bij de beleggingsdoelstellingen en het risico-rendement profiel van institutionele investeerders.

Markowitz (1952) heeft met zijn onderzoek naar de verhouding tussen rendement en risico in een beleggingsportefeuille de basis gelegd voor de moderne portefeuille theorie en voor het later ontwikkelde "Capital Asset Pricing Model". Door middel van het toevoegen en spreiden van verschillende asset-categorieën met verschillende rendementen, risico's en een lage correlatie met elkaar, kan een gediversifieerde beleggingsportefeuille worden bepaald met een optimaal risico-rendement verhouding.

Volgens Hudson e.a. (2003) dienen institutionele investeerders vastgoed als asset-categorie in de beleggingsportefeuille op te nemen omdat vastgoed:

- het risico van de portefeuille vermindert;
- een goed rendement oplevert die concurrerend is met andere asset-categorieën;
- bescherming biedt tegen onverwachte inflatie;
- een onderdeel vormt van alle asset-categorieën waar men in kan investeren en dus onderdeel vormt van een markt-neutrale portefeuille;
- een stabiele kasstroom heeft.

Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen gelden als de voornaamste investeerders in schuldfondsen. Dit beeld wordt bevestigd door het hoge aandeel van deze investeerders in het nieuw opgehaalde kapitaal van € 3,3 miljard bij de INREV aangesloten schuldfondsen in 2016. De grootste investeerders zijn verzekeringsmaatschappijen met een aandeel in het kapitaal van circa 61% en vervolgens de pensioenfondsen met een aandeel van 36% (INREV, 2017,1). De onderlinge percentages verschillen ieder jaar maar gezamenlijk zijn zij goed voor bijna al het opgehaalde kapitaal. Pensioenfondsen en verzekeraars beleggen premiegelden voor de lange termijn en in tegenstelling tot bancaire instellingen zijn zij niet afhankelijk van korte termijn marktfinanciering en lopen zij niet het risico dat gelden direct opgevraagd worden. In de hypotheekmarkt richt men zich op het segment met langere rentevaste perioden omdat dit beter aansluit bij de rentegevoeligheid van de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars (DNB, 2016, 1).

Vanuit een vastrentend investeringsperspectief bieden senior vastgoedfinancieringen met een gelijke rating als bedrijfsobligaties de investeerders een hoger rendement ter compensatie van de beperkte liquiditeit en transparantie (INREV e.a., 2016). In de huidige lage rente omgeving geven investeringen in langjarig vastrentende investeringscategorieën institutionele investeerders een aantrekkelijke illiquiditeitspremie, inflatie-hedging karakteristieken en belangrijke diversificatievoordelen (INREV e.a., 2016). Met name voor langjarige financieringen kan het aantrekkelijke rendement nadelig beïnvloed worden door een vroegtijdige aflossing van de financiering. De investeerders zullen een vergoeding wensen indien een aflossing vroegtijdig plaatsvindt maar dit zal ook gevolgen hebben voor de attractiviteit van de financiering voor de leningnemer. Er zal een afweging gemaakt worden van de effecten die deze optie heeft voor de investeerders van een schuldfonds.

Institutionele investeerders hebben vaak geen kredietprocedures en backoffice om financieringen te arrangeren en te beheren. Daarnaast ontbreken de kennis en vaardigheden die nodig zijn voor een uitwinning van zekerheden in het geval van een default situatie. Hoewel grote verzekeraars vaak een interne organisatie hebben ingericht om financieringen te verstrekken, kiezen de meeste verzekeraars voor investeringen in een apart fonds met een separaat account of een investering in een schuldfonds (INREV, 2012). Fondsmanagers hebben specifieke kennis in huis die institutionele investeerders niet in hun organisatie aanwezig hebben. Indien de kredietverstrekking is uitbesteed aan derden dan moet de kwaliteit van deze dienstverlening kritisch tegen het licht worden gehouden omdat deze partijen zelf niet de risico's dragen (DNB, 2016,1). De kwaliteit van de fondsmanager en de integriteit van de betrokken personen is van groot belang en dit zou een belangrijk onderdeel moeten vormen van het due diligence en governance proces (European Pensions Team, 2012).

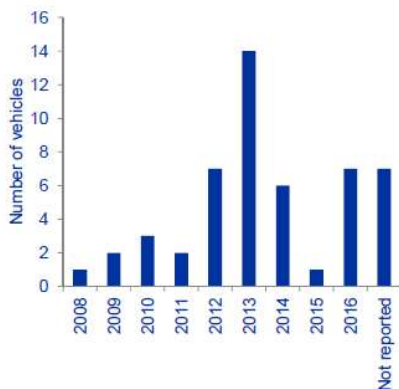
Ondanks de toenemende interesse van institutionele investeerders, is er nog steeds sprake van enkele structurele barrières die niet makkelijk zijn weg te nemen, zoals de beperkte omvang van investeringsprojecten, gebrek aan standaardisatie, beperkte liquiditeit en mogelijke reputatieschade in verband met specifieke projecten en de noodzaak om risico's te spreiden (Kraemer-Eis e.a., 2014).

2.5.2 Schuldfondsmarkt

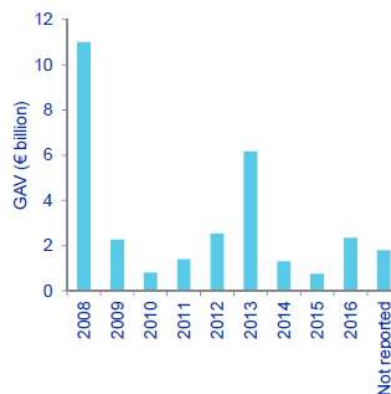
Financieringstransacties van schuldfondsen worden in Nederland niet tot nauwelijks openbaar gemaakt vanwege de discretie en geslotenheid van schuldfondsen en haar investeerders. Een andere oorzaak hiervoor is gelegen in het ontbreken van wet- of regelgeving die het publiceren of verantwoorden van exposure op de Nederlandse markt verplicht. Er is geen omvattend beeld beschikbaar van in commercieel vastgoedfinancieringen gespecialiseerde schuldfondsen die een geografische focus hebben op Europa. Er zijn ook geen marktgegevens beschikbaar die de grootte van deze financieringsmarkt in kaart hebben gebracht. De Nederlandse Bank (2017) stelt dat inmiddels meer dan 40% van de kredietverlening aan de Europese vastgoedsector wordt verstrekt door private equity-partijen, schuldfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen. Hoewel er geen concrete cijfers beschikbaar zijn, wordt aangenomen dat het aandeel van schuldfondsen beperkt is.

Er wordt verondersteld dat de bij INREV aangesloten schuldfondsen een goed beeld geven van een belangrijk deel van de totale Europese markt. Hoewel Nederland onder de geografische focus van de meeste fondsen valt, zijn er enkele financieringen openbaar gemaakt. Uit openbare bronnen en INREV data zijn enkele schuldfondsen te herleiden die actief zijn op de Nederlandse markt:

- Pramerica Real Estate Capital V (Netherlands): Dit fonds met een financieringsdoelstelling van € 265 miljoen is in 2014 geïnitieerd door Pramerica Real Estate Investors and Algemene Pensioen Groep. Het fonds richt zich op junior en mezzanine leningen en preferred equity voor commercieel vastgoed in Nederland. Het fonds is niet opgenomen in de INREV lijst.
- DRC Capital: Dit fonds is opgenomen in de INREV lijst en heeft in 2015 met een flinke korting de herfinanciering van het Vastgoed Fundament Fonds van Annexum verzorgt.
- GreenOak: Dit fonds is opgenomen in de INREV lijst en heeft in 2016 al een aantal financieringen verstrekt zoals een gecombineerde herfinanciering van ruim € 34 miljoen van een zestal kleine Annexum fondsen, herfinanciering van € 28,5 miljoen van het Office Value Fund en de acquisitie en transformatie door COD/Borghese Real Estate van het KPN-kantorencomplex te Den Haag.

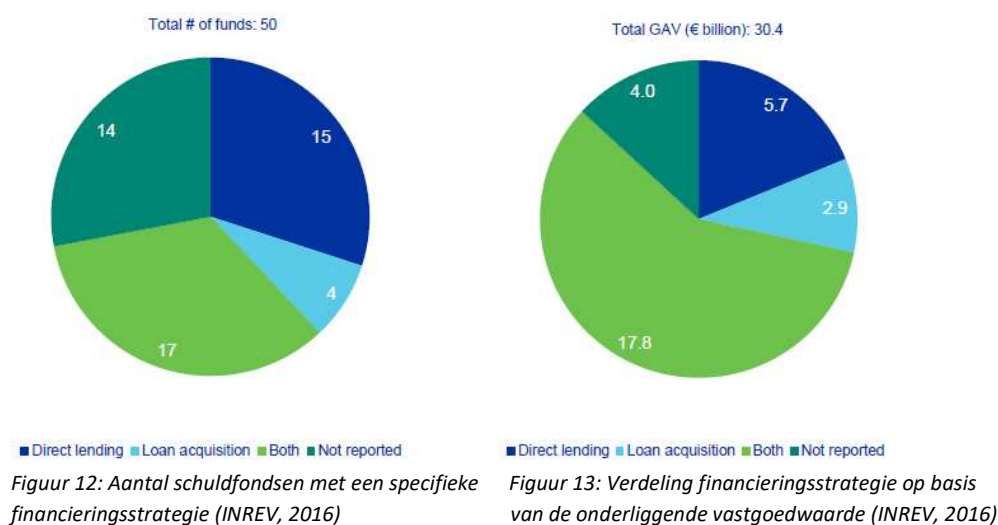


Figuur 10: Aantal nieuwe schuldfondsen (INREV, 2016)



Figuur 11: onderliggende vastgoedwaarde doelstelling van de nieuwe schuldfondsen (INREV, 2016)

Uit figuur 10 en 11 blijkt dat na een daling in 2015 van het aantal nieuwe fondsen en de onderliggende vastgoedwaarde doelstelling van deze fondsen, er in 2016 weer sprake is van een stijging. In 2016 is € 3,3 miljard aan kapitaal opgehaald en waren er 50 schuldfondsen actief in de markt met een doelstelling van een onderliggende vastgoedwaarde van € 30,4 miljard (INREV, 2017,1).

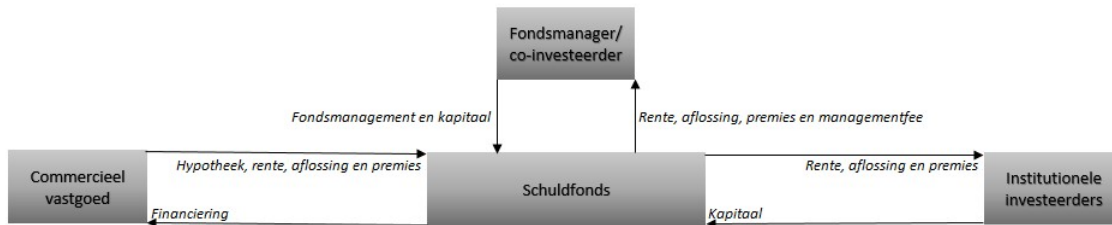


Uitgaande van de exposure op de onderliggende vastgoedwaarde doelstelling, blijkt uit figuur 12 en 13 dat circa 59% van de bij INREV aangesloten fondsen gericht is op een strategie van zowel verstrekken als kopen van financieringen, 19% op alleen financieren, circa 10% op alleen kopen van financieringen en het restant geeft geen inzicht in de gevolgde strategie (INREV, 2017,1).

Er bestaan diverse financiers die een schuldfonds zijn maar die buiten dit onderzoek vallen vanwege de opgestelde afbakening. Syntrus Achmea Real Estate & Finance en voorganger PVF is een schuldfonds die vanaf de jaren 60 actief is als financier van commercieel vastgoed en financieringen verstrekt vanaf € 2,5 miljoen met een maximale LTV van 60%. In 2015 bedroeg de leningproductie € 95 miljoen tegen € 148 miljoen in de helft van 2016 en het merendeel van de financieringen wordt verstrekt aan woningbeleggers (85%) en het restant aan retail-beleggers (Property NL, 2017).

2.5.3 Fondsstrategie

Fondsmanagers van schuldfondsen vormen een onderdeel van internationale investerings- of assetmanagementmaatschappijen of maken onderdeel uit van in investeringen en financieringen gespecialiseerde boutiques. De fondsmanagers hebben geen fysieke aanwezigheid in Nederland en dat betekent dat ze aangewezen zijn op financieringsadviseurs die in contact staan met beleggers en financiers. Financieringsadviseurs hebben een belangrijke rol in de totstandkoming van financieringen voor schuldfondsen. De fondsmanagers hebben uitgebreide ervaring met het investeren in en beheren van vastgoedinvesteringen en met het arrangeren en beheren van financieringen. Investeerders beoordelen de strategie en ervaring van de fondsmanagers als een belangrijk selectiecriteria voor hun investeringen. Ook zal een institutionele investeerder eisen dat de sponsor van de fondsmanager ook voor een deel mee investeert en daarmee risico loopt.



Figuur 14: Schematische weergave van een schuldfonds

Na de financiële crisis zijn commercieel vastgoedfinanciers met haar businessmodellen teruggekeerd naar de oorspronkelijke karakteristieken met een focus op herkenbare financieringsarrangementen, een hechte relatie met de klant en specialisatie op basis van vastgoedkennis (Uittenbogaard e.a., 2013). Voor een schuldfonds is dit de basis voor het investeren in financieringen aangezien een fondsmanager, al dan niet samen met de institutionele investeerders, een mandaat opstelt waarbinnen het fonds financieringen kan arrangeren of aankopen. Het fondsmanagement is verantwoordelijk voor het realiseren van de doelstellingen van het fonds door het uitzetten van een strategie gericht op de optimalisatie van de activa en passiva van het fonds (Van Gool e.a., 2013).

Fondsmanagers streven één of meerdere strategieën na om zich te onderscheiden en om aansluiting te krijgen op de risico-rendement doelstellingen van de investeerders. De strategieën zijn gebaseerd op de verschillende lagen van senioriteit in de kapitaalstructuur en hebben een focus op een bepaalde hoogte van de LTV. Cushman & Wakefield (2016, 2) heeft onder Europese financiers onderzoek gedaan naar de hoogte van de LTV en hieruit blijkt dat schuldfondsen bereid zijn om 70-80% te financieren, terwijl de meeste bancaire instellingen niet hoger willen financieren dan 50-60%. INREV (2012) heeft vijf strategieën onderscheiden die hieronder worden beschreven en waarvan de LTV-percentages zijn geactualiseerd op basis van een rapport van INREV e.a. (2016).

1. Senior debt

Deze strategie richt zich op financieringen met een LTV tot 70% met een eerste rang op de zekerheden. Schuldfondsen met een senior positie zijn beschermd tegen waardedalingen en het pakket van zekerheden zorgt ervoor dat in een default situatie de financiers met een senior positie de regie kunnen nemen en als eerste terugbetaald worden. Dit heeft tot gevolg dat het te behalen rendement lager is dan in het geval bij de andere strategieën. De financieringen worden alleen of samen in een gelijke rang met andere financiers in een clubdeal of een syndicaat verstrekt. Daarnaast kan er sprake zijn van andere financiers die achtergesteld kapitaal beschikbaar hebben gesteld.

2. Subordinated debt

Een subordinated debt strategie richt zich op de laag binnen de kapitaalstructuur die ligt tussen die van senior debt en eigen vermogen. Deze laag in de kapitaalstructuur heeft een achtergesteld karakter ten opzichte van senior debt financiers. De leningen hebben doorgaans een LTV van 60% tot 90% en bestaan uit een mix van junior en mezzanine leningen en preferred equity. Afhankelijk van het soort lening is er sprake van een tweede of lagere rang ten opzichte van de senior debt financiers of er is zelfs geen sprake van recourse.

3. Whole loans

Bij een whole loan wordt er één financiering verstrekt die zowel de senior als mezzanine laag in de kapitaalstructuur vertegenwoordigd met een LTV tot maximaal 90% en een eerste rang op de zekerheden. Een whole loan is vergelijkbaar met een unitranche financiering voor ondernemingen omdat de gelaagde kapitaalstructuur met verschillende risicoprofielen, rentemarges en lening-contracten wordt gereduceerd tot een lening met één risicoprofiel, rentemarge en lening-contract. Een voordeel is dat na het verstrekken van de financiering de financier er voor kiest om de lening in zijn geheel in de boeken te houden of om de lening te splitsen in een senior deel en een achtergesteld deel, waarbij de financier het senior deel met een lagere rentemarge verkoopt en het achtergestelde deel met een hogere rentemarge houdt. In een intercreditor overeenkomst wordt de verdeling van de rentemarges overeengekomen, terwijl de belegger één rentetarief verschuldigd is.

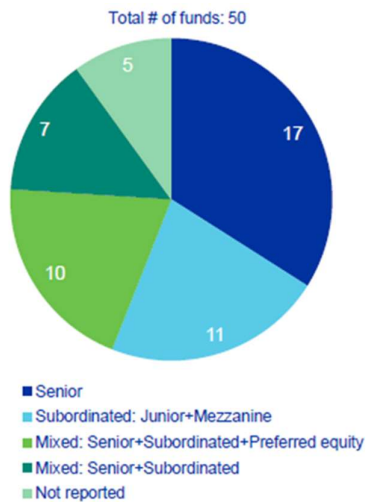
4. Mixed debt

Deze strategie biedt een mix van leningtypen aan binnen alle lagen van de kapitaalstructuur. Een schuldfonds met deze strategie verstrekt een gevarieerde mix van de hiervoor beschreven whole loans, junior en mezzanine leningen met een LTV tot maximaal 90%. Senior debt zal niet verstrekt worden omdat daarmee de rendementsdoelstelling niet gehaald wordt.

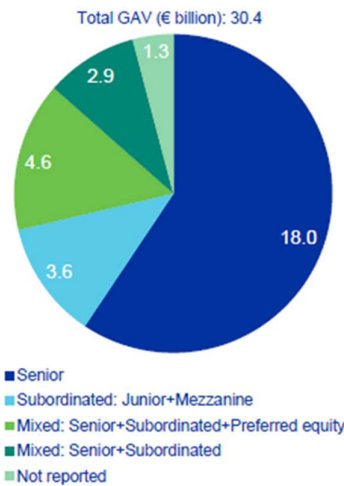
5. Distressed loans

Als gevolg van de financiële crisis zijn er veel vastgoedfinancieringen onder water komen te staan en dit heeft geleid tot een stijging van het aantal opportunistische schuldfondsen die een distressed loan strategie nastreven door het met korting kopen of herfinancieren van problematische financieringen. De LTV zal vaak richting de 100% lopen. De fondsmanagers hebben uitgebreide kennis van commercieel vastgoed en assetmanagement en zijn bereid om te investeren in de onderliggende objecten om zodoende de huurstream en waarde te optimaliseren. Dit type fondsen zijn van cruciaal belang voor de commercieel vastgoedsector. Bancaire instellingen worden verlost van hun exposure op problemleningen zodat er weer meer kapitaal in de markt kan stromen om nieuwe investeringen en financieringen in commercieel vastgoed mogelijk te maken.

Uit figuur 15 en 16 blijkt dat het opgehaalde kapitaal bij de INREV fondsen, voor 67% bestemd is voor senior debt, terwijl 21% bestemd is voor subordinated debt en 10% voor een mix van senior debt en subordinated debt (INREV, 2017). Het restant was bestemd voor whole loans (3%) en een mix van senior en subordinated en preferred equity (2%). Hieruit blijkt dat bijna al het opgehaalde kapitaal bestemd is voor het senior deel. Uit een onderzoek onder Scandinavische institutionele investeerders komt een vergelijkbaar beeld naar voren met een voorkeur voor een senior debt strategie, gevolgd door een junior en mezzanine strategie en afsluitend de whole loan strategie (Sjögren, 2014). Het praktijkonderzoek zal duidelijk moeten maken of deze constatering ook geldt voor Nederland.



Figuur 15: Verdeling schuldfondsen op basis van strategie leningtype (INREV, 2016)



Figuur 16: Verdeling onderliggende vastgoedwaarde per strategie leningtype (INREV, 2016)

2.5.4 Wet- en regelgeving

Schuldfondsen verstrekken financieringen zonder te hoeven voldoen aan wet- en regelgeving waar bancaire instellingen aan gebonden zijn. Deze vorm van kredietverstrekking valt onder de noemer van “schaduwbankieren”. Dit is een systeem van kredietvertrekking waarbij entiteiten en activiteiten betrokken zijn die buiten het reguliere banksysteem vallen (Financial Stability Board, 2015). Er is veel aandacht voor deze ondoorzichtige markt vanwege de impact op de stabiliteit van het financiële systeem. Eind 2015 maakte circa 36% van de activa van de Europese financiële sector deel uit van het systeem van schaduwbankieren in de Europese Unie (European Systemic Risk Board, 2016).

Het verbreden van de financieringsbronnen van kleine en middelgrote Europese bedrijven is een belangrijke doelstelling voor de Europese Unie en de lidstaten (Casey e.a., 2014). Regulering van de activiteiten van schuldfondsen is een belangrijk thema. Schuldfondsen vallen onder de “alternative investment funds” en de fondsbeheerders dienen gereguleerd te zijn onder de reikwijdte van de Alternative Investment Fund Managers Directive richtlijn. Hoewel financiering door schuldfondsen in enkele landen een gereguleerde activiteit is met een bankvergunning, zijn er diverse uitzonderingen (INREV, 2012). De European Securities and Market Authority heeft in opdracht van de Europese Unie een opinie uitgebracht voor een Europees omvattend raamwerk om een gelijk speelveld te creëren voor stakeholders, het reduceren van mogelijke juridische arbitrage tussen lidstaten en het mitigeren van systeemrisico's (ESMA, 2016).

Een geharmoniseerd raamwerk maakt het voor schuldfondsen makkelijker om financieringen te verstrekken maar een overvloed aan regels kan een averechtse werking hebben omdat het een last kan vormen door hogere kosten die kunnen optreden.

2.6 Conclusie

De managementstijl geeft inzicht in het oplopende rendement-risicoprofiel van de belegger en een verklaring voor het aandeel vreemd vermogen in de portefeuille. Een vijftal motieven voor en effecten van vreemd vermogen worden van belang geacht voor een vastgoedbelegger, namelijk:

- beperking in de hoeveelheid middelen;
- het optredende hefboomeffect;
- belastingaftrek rentelasten voor belastingplichtige beleggers;
- afdekken van het neerwaartse risico;
- schaalvoordelen en diversificatie.

Hoewel er veel onderzoek is gedaan naar de optimale kapitaalstructuur, blijkt er geen sprake te zijn van een optimum. De karakteristieken van vastgoed ondersteunen het gebruik van een hoger schuldratio en dit is ook de norm in de vastgoedsector.

Nederland beschikt over een goed juridisch systeem met een goed werkend Kadaster en dit zorgt er voor dat er duidelijkheid is over de gevestigde zekerheden. Dit biedt een sterke positie voor een schuldeiser in een default situatie.

Als gevolg van strengere wet- en regelgeving laten bancaire instellingen een terugtrekkende beweging zien. Hierdoor ontstaan niches die niet door bancaire instellingen worden gefinancierd en dit biedt mogelijkheden voor niet bancaire-financiers, zoals schuldfondsen. De lage kapitaalmarktrente zorgt voor een toegenomen interesse van investeerders in vastgoed, zowel in stenen als in financieringen. Als gevolg van deze interesse bieden schuldfondsen de mogelijkheid voor investeerders om exposure te krijgen op vastgoedfinancieringen. Ondanks de beschreven opkomst lijkt er nog geen sprake te zijn dat er in Nederland substantiële leningvolumes worden gerealiseerd door schuldfondsen. Een aantal verklaringen kunnen hiervoor gegeven worden:

- De toegenomen concurrentie onder financiers;
- De schaarsheid in het core segment van vastgoedbeleggingen en de oplopende schaarsheid in de meer risicovolle segmenten;
- De karakteristieken van de Nederlandse vastgoedmarkt in relatie tot de minimale leningbedragen en investeringsvolumes die als afbakening voor dit onderzoek zijn gegeven.

Uit het literatuuronderzoek blijkt dat fondsmanagers geen openheid geven over verstrekte financieringen en dat er geen marktgegevens beschikbaar zijn die de grootte van deze markt kunnen duiden. Fondsmanagers en de institutionele investeerders die in schuldfondsen investeren hebben er geen belang bij om open te zijn. Daarnaast is er ook geen verplichting vanuit de wet- en regelgeving.

Met de afsluiting van dit hoofdstuk zijn de eerste vier deelvragen beantwoord. De resultaten uit het praktijkonderzoek dienen de laatste deelvraag en de onderzoeksvraag te beantwoorden.

3. Operationalisatie

3.1 Kwalitatief onderzoek

Een verkenning vanuit diverse standpunten van gerelateerde aspecten en ontwikkelingen aan het onderzoeksgebied maakt de vorming van een veronderstelling of theorie mogelijk. De verkenning is gedaan door middel van een literatuuronderzoek naar wetenschappelijke publicaties en rapporten van toezichthouders, adviesbureaus en brancheverenigingen. De verzamelde aspecten, verbanden en ontwikkelingen in relatie tot schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed en de veronderstellingen in de vorm van een tweetal onderzoeksverwachtingen die zijn opgemaakt, zijn met het vervolgonderzoek getoetst aan de praktijk zodat de onderzoeksvraag kan worden beantwoord en de onderzoeksverwachtingen aangenomen of verworpen kunnen worden. Kwalitatief onderzoek als methode om data en inzichten te verzamelen is geschikt voor een verkennend/ explorerend onderzoek (Baarda e.a., 2013).

3.2 Interviewmethodiek

Selectie experts

Het is bekend dat schuldfondsen kijken naar Nederland maar deze interesse heeft nog niet geleid tot een veelvoud aan verstrekte financieringen. Het is niet duidelijk welke schuldfondsen openstaan voor Nederland ondanks dat velen een Europese strategie nastreven. Fondsmanagers kunnen waardevolle informatie geven over hun strategieën en op welke manier ze de markt beoordelen. Fondsmanagers staan bekend om hun geslotenheid en dit blijkt ook uit het feit dat twee fondsmanagers die zijn benaderd voor een oriënterend gesprek geen reactie hebben gegeven om mee te werken aan dit onderzoek. Ook diverse financieringsexperts hebben de geslotenheid van fondsmanagers bevestigd. Er is gekozen voor een andere insteek om een representatief beeld te krijgen van schuldfondsen.

Adviseurs op het gebied van vastgoedfinanciering adviseren en begeleiden beleggers met diverse financieringsvraagstukken en hebben vanuit hun adviesrol contact met een groot aantal financiers, waaronder met fondsmanagers van schuldfondsen die actief zijn of willen worden in Nederland. De adviseurs van in vastgoedfinancieringsvraagstukken gespecialiseerde internationale adviesbureaus met een vastgoedpraktijk, vastgoedadviesbureaus en in vastgoedfinancieringen gespecialiseerde adviesbureaus, hebben uitgebreide kennis en ervaring van de vastgoed- en financieringsmarkt waar schuldfondsen in actief zijn of willen zijn en dit maakt dit type adviseurs geschikt om te interviewen. Het aantal adviesbureaus met bijbehorende marktaandelen voor dit type dienstverlening is niet beschikbaar. Om de afwezigheid van marktaandelen te ondervangen zijn de volgende selectiecriteria opgesteld waar het adviesbureau en de financieringsadviseur aan moet voldoen om te borgen dat er een representatief beeld wordt gegeven van schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed:

1. Adviseur van complexe financieringsvraagstukken voor de commercieel vastgoedsector;
2. Werkzaam bij een internationaal adviesbureau, vastgoedadviesbureau of in commercieel vastgoedfinancieringen gespecialiseerd adviesbureau;
3. Dienstverlening gericht op institutionele investeerders, financiers en vastgoedbeleggers;
4. Langjarig (minimaal 10 jaar) werkzaam in de vastgoedsector en/of financieringssector;
5. Vanuit zijn of haar werkzaamheden ervaring met schuldfondsen als financier.

Op basis van een selecte steekproef zijn er tien adviesbureaus geselecteerd die vastgoedbeleggers adviseren met complexe financieringsvraagstukken. De selectie van de adviesbureaus is gedaan aan de hand van praktijkervaring van de onderzoeker, raadplegen van websites en een controle door een bankier die ervaring heeft met dit type adviseurs. De partners of senior-managers zijn benaderd die verantwoordelijk zijn voor financieringsvraagstukken en die voldoen aan de selectiecriteria één tot en met vier en daarmee gelden deze adviseurs als expert binnen hun vakgebied. Er is expliciet gevraagd of de experts ervaring hebben met schuldfondsen en twee experts hebben aangegeven dat zij geen ervaring hebben met schuldfondsen en deze experts zijn niet betrokken in het onderzoek. Een aantal interviews hebben plaatsgevonden met twee adviseurs en daarmee bestaat het expertpanel uit elf experts die werkzaam zijn bij acht adviesbureaus. Bij de analyse van de resultaten wordt het aantal experts gelijkgesteld aan de adviesbureaus waar deze experts werkzaam zijn.

Bijlage	Naam	Organisatie	Functie	Datum
B.I	De heer Arnoldy De heer Kool	UniforeDMC Real Estate Capital	Partner Partner	14-6-2017
B.II	De heer Zachariasse Mevrouw Van Elst	Deloitte	Partner Real Estate Advisory Senior Manager Real Estate Advisory	15-6-2017
B.III	De heer Mulders	KPMG	Director KPMG Corporate Finance	16-6-2017
B.IV	De heer Thompson	Beaufort Consulting	Partner	20-6-2017
B.V	De heer Fabisch De heer Van der Horst	Heston Finance Group	Partner Partner	21-6-2017
B.VI	De heer Heijndael	Finance Ideas	Partner	21-6-2017
B.VII	De heer Troost	PWC	Director Real Estate Corporate Finance	22-6-2017
B.VIII	De heer Peters	CBRE	Executive Director Debt & Structured Finance	22-6-2017

Het expertpanel is uitgebreid met een drietal experts die werkzaam zijn bij twee Nederlandse institutionele investeerders en een Nederlandse bancaire instelling en die vanuit hun werkzaamheden ervaring hebben met vastgoedfinancieringen en schuldfondsen. Het interviewen van veertien experts die bij elf organisaties werkzaam zijn, geeft een representatief beeld van de vastgoed- en financieringsmarkt waar schuldfondsen actief in zijn of willen worden.

Bijlage	Naam	Organisatie	Functie	Datum
B.IX	De heer Meindersma	Rabobank	Global Head Structured Debt Capital Markets	16-6-2017
B.X	De heer Van Mierlo	NN Investment Partners	Head Commercial Real Estate Loans	19-6-2017
B.XI	De heer Atema	APG Asset Management	Senior Portfolio Manager	20-6-2017

Verantwoording opzet en methode

De experts zijn per e-mail gevraagd om mee te werken aan dit onderzoek en er is een beschrijving gegeven van het onderzoek en de vragen die aan bod zullen komen. De interviews zijn face-to-face afgenomen met een tijdsduur van circa 60 minuten. De interviews hebben plaatsgevonden in juni 2017. In juli 2017 zijn enkele experts benaderd om bepaalde zaken toe te lichten die niet aan bod zijn gekomen. Tijdens het interview heeft een dictafoon het interview geregistreerd. Voorafgaand aan het interview is de uitdrukkelijke toestemming gevraagd voor het gebruik van een dictafoon. Geen van de experts heeft hiertegen bezwaar aangetekend. De experts hebben wel bezwaar gemaakt tegen het toevoegen van de interviewuitwerkingen. De schriftelijke uitwerkingen van de interviews zijn niet toegevoegd aan deze scriptie maar wel beschikbaar gesteld aan de beoordelaars.

Vragenlijst

Er is gebruik gemaakt van het halfgestructureerde interviewtype met open vragen en gesloten vragen. Naar aanleiding van het literatuuronderzoek, beschikt de onderzoeker over voorkennis over het onderzoeksgebied en is er een vragenlijst opgesteld, zie bijlage I. In het institutioneel en theoretisch kader is naar voren gekomen dat er nog weinig onderzoek is gedaan en rapporten beschikbaar zijn die schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed in Nederland beschrijven. De opgestelde vragen hebben mede tot doel om alle relevante kenmerken van deze markt te behandelen. De kenmerken volgen uit de volgende thema's die in de vragen naar voren komen:

- Institutionele investeerders;
- Schuldfondsen versus bancaire instellingen;
- Managementstijl/ beleggingsbeleid;
- Marktverwachtingen;
- Aantrekkelijkheid Nederlandse financieringslandschap;
- Financieringsstrategie;
- Aantrekkelijkheid type vastgoed.

De vragen liggen vast maar door de toepassing van het halfgestructureerde interviewtype wordt de mogelijkheid geboden om verdiepingsvragen te stellen zodat alle relevante kennis, inzichten en opinies van de experts aan bod komen. Dezelfde lijst met vragen is aan alle experts voorgelegd en in een paar gevallen had een expert te weinig kennis en ervaring om een vraag te beantwoorden.

3.3 Onderzoeksverwachtingen

In paragraaf 2.1.2 zijn de managementstijlen van beleggers beschreven en hier komt naar voren dat er sprake is van schaarste in het core segment en dat door de aantrekkende economie er meer interesse is voor de meer risicovolle segmenten. Schuldfondsen richten zich met hun strategie op een bepaalde laag in de kapitaalstructuur zoals blijkt uit paragraaf 2.5.3. In paragraaf 2.4.2 zijn de verschillende lagen in senioriteit en leningtypen toegelicht, namelijk senior leningen met een maximale LTV van 70%, junior leningen met een LTV tussen 60% en 75%, mezzanine leningen met een LTV tussen 70% en 90%. De leningtypen worden nog aangevuld met een vierde, whole loans met een maximale LTV van 90%. De minimale hoogte van een financiering is afgebakend op € 10 miljoen en het beleggingspotentieel van een belegger op € 20 miljoen. Dit heeft tot gevolg dat er minimale financieringsbedragen en transactievolumes gelden voor de verschillende leningtypen:

1. Senior: Vanaf € 10 miljoen financiering met een minimaal transactievolume van € 20 miljoen;
2. Junior: Vanaf € 10 miljoen financiering met een minimaal transactievolume van € 100 miljoen;
3. Mezzanine: Vanaf € 10 miljoen financiering met een minimaal transactievolume van € 100 miljoen;
4. Whole loan: Vanaf € 10 miljoen financiering met een minimaal transactievolume van € 20 miljoen.

Onderzoeksverwachting 1: Senioriteit financiering

Op basis van het literatuuronderzoek wordt verondersteld dat in het senior deel sprake zal zijn van een hoge mate van concurrentie met andere financiers. Ondanks de hoge mate van concurrentie is het grootste deel van het opgehaalde kapitaal bij INREV aangesloten schuldfondsen bestemd voor het senior deel. In het junior en mezzanine segment zullen wel kansen liggen maar gelet op de benodigde hoge transactievolumes zullen de financieringsdeals beperkt zijn.

De verwachting is dat schuldfondsen de grootste financieringskansen hebben bij senior financieringen.

Onderzoeksverwachting 2: Marktaandeel en groei van de markt

Aan de hand van het literatuuronderzoek kan worden opgemaakt dat het marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen zal stijgen.

De verwachting is dat de omvang van het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen de komende jaren zal groeien.

4. Resultaten

In paragraaf 4.1 worden de resultaten uit de afgenomen interviews beschreven en geanalyseerd en vervolgens worden in paragraaf 4.2 de onderzoeksverwachtingen getoetst aan de praktijk.

4.1 Analyse interviews

De beschreven onderwerpen worden behandeld per interviewvraag en eenmaal zijn de uitkomsten van twee vragen samengevoegd. De uitkomsten van twee vragen worden behandeld in paragraaf 4.2 omdat met de uitkomsten van de vragen de onderzoeksverwachtingen worden aangenomen of verworpen.

Institutionele investeerders

Er is geen belang en verplichting vanuit wet- en regelgeving voor de fondsmanager en investeerder in een schuldfonds om openheid te geven. Dit beeld wordt bevestigd door zeven van de acht experts werkzaam als adviseur aan wie de vraag is voorgelegd, waarbij één adviseur geen antwoord kon geven op de vraag. Als aanvulling gaf één van de andere experts die werkzaam is bij een institutionele investeerder aan dat er geen toegevoegde waarde is voor het geven van openheid, zoals de opname in een INREV lijst.

Een investering in een schuldfonds past in meerdere investeringsstrategieën, bijvoorbeeld als een investering met een hoger risicoprofiel en rendement of als een vastrentende investering met een lager risicoprofiel en rendement. Het is van belang in hoeverre een belegger binnen een institutionele investeerder kennis heeft van vastgoed als beleggingscategorie, zowel voor schuldinvesteringen als (in)directe beleggingen in vastgoed. Een belegger zonder vastgoedkennis ziet een investering in een schuldfonds als een vastrentende investering met kenmerken van een groot volume, rechttoe-rechtaan qua structurering en risicoprofiel en een lange looptijd. Beleggers met een vastgoedinstek zoeken exposure op investeringen in niches, kortere looptijden en een hoger risicoprofiel.

In de optiek van één van de experts zouden Nederlandse institutionele investeerders veel actiever moeten worden in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Er zijn een paar Nederlandse institutionele investeerders actief in Nederland en het exposure van deze partijen is beperkt. De fondsmanagers komen uit het buitenland en die huren Nederlandse partijen in voor het verkrijgen van lokale expertise, terwijl Nederlandse initiatiefnemers een aantrekkelijke kostenstructuur en lokale expertise en aanwezigheid kunnen bieden.

Fondsmanagers van schuldfondsen en de institutionele investeerders in schuldfondsen geven geen openheid over de institutionele investeerders in schuldfondsen of de investeringen die institutionele investeerders hebben in schuldfondsen. Er is geen belang en noodzaak om openheid te geven.

Voor- en nadelen en verschillen leningvoorwaarden en financieringsproces: schuldfondsen versus bancaire instellingen

De experts geven veel voorbeelden van voor- en nadelen van schuldfondsen ten opzichte van bancaire instellingen en van de kenmerkende verschillen ten aanzien van de leningvoorwaarden en de manier hoe het financieringsproces wordt doorlopen. De antwoorden zijn geclusterd en hieronder volgen de uitkomsten die minimaal door twee experts zijn benoemd.

Geclusteerde uitkomsten	Aantal experts
1 Schuldfondsen kunnen posities financieren die bancaire instellingen niet willen financieren.	11 van 11
2 Schuldfondsen zijn flexibeler in de voorwaarden en zijn eerder bereid om mee te werken.	9 van 11
3 Schuldfondsen doorlopen sneller het financieringsproces.	7 van 11
4 Schuldfondsen doorlopen trager het financieringsproces.	2 van 11
5 Schuldfondsfinancieringen zijn duurder.	7 van 11
6 Schuldfondsen geven geen duidelijkheid of ze een financiering gaan verlengen bij een expiratie.	4 van 11
7 Schuldfondsen zijn niet fysiek aanwezig in Nederland.	3 van 11
8 Schuldfondsen verlangen een uitgebreidere dataset, kwaliteit business plan, manager is belangrijk en analyse is grondiger.	6 van 11

De experts zijn unaniem in het feit dat schuldfondsen de posities kunnen financieren die bancaire instellingen niet willen financieren. De schuldfondsen brengen extra liquiditeit in de markt, financieren niches en zorgen er voor dat problematische leningposities van bankbalansen afnemen door herfinancieringen en verkopen. Als voordeel beschouwt het merendeel van de experts dat schuldfondsen flexibeler zijn in de voorwaarden en eerder bereid zijn om mee te werken. Bancaire instellingen worden als rigide ervaren en dit wordt gedreven door wet- en regelgeving. Daarnaast zijn fondsmanagers ondernemender en kijken meer naar de stenen en het businessplan. Het sneller acteren en doorlopen van het financieringsproces door een schuldfonds wordt door de meeste experts als een voordeel beschouwd, terwijl een paar experts dit juist niet vinden. Een nadeel van schuldfondsen is dat de totale kosten van een financiering hoger zijn en dit komt door de hoge kosten die worden gemaakt door een uitgebreider due diligence- en documentatietraject waar externe partijen voor worden ingehuurd. Een ander nadeel die enkele experts geven is dat het onduidelijk is of een schuldfonds de financiering wil verlengen wanneer de financiering expireert. Schuldfondsen zijn meer deal gedreven, terwijl bancaire instellingen meer vanuit een relatie oogpunt financieren. Dit komt ook door de fysieke afwezigheid in de Nederlandse markt wat door enkele experts als een nadeel wordt gezien.

Een kenmerkend verschil tussen schuldfondsen en bancaire instellingen, is dat schuldfondsen een uitgebreidere dataset met informatie op detailniveau verlangen, welke door een fondsmanager grondig wordt geanalyseerd. Het businessplan en de kwaliteit van de manager zijn van groot belang en de dataset wordt onderworpen aan een uitgebreide due diligence.

Schuldfondsen kunnen posities financieren die bancaire instellingen niet willen financieren, zijn flexibeler in de voorwaarden en zijn eerder bereid om mee te werken. Een belegger zal dan wel een uitgebreidere dataset moeten aanleveren, waarbij de kwaliteit van de manager en het business plan van groot belang is. De kosten van een schuldfondsfinanciering liggen op een hoger niveau dan een bancaire financiering en daartegenover stellen de meeste experts dat de doorlooptijd van het financieringsproces sneller is bij een schuldfonds.

Invloed beleggingsstijl van de vastgoedbelegger

	Uitkomst	Aantal experts
1	Type managementstijl heeft geen invloed op de acceptatie van schuldfondsen als financier; het voorwaarden- en zekerhedenpakket is leidend.	6 van 11/ 55%
2	Type managementstijl heeft invloed op de acceptatie van schuldfondsen als financier; hoe risicovoller de positie of er is sprake van een niche zijn de drivers van de acceptatie.	5 van 11/ 45%

Er is onder de experts geen unanimitieit of de managementstijl van een belegger invloed heeft op de acceptatie van een schuldfonds als financier. Schuldfondsen zijn voornamelijk actief in de niches en de meer risicovolle posities die niet door bancaire instellingen worden gefinancierd. De ene groep van experts stelt dat beleggers, die een risicovolle strategie voeren en/of actief zijn in niches, al dan niet noodgedwongen eerder open staan voor een financiering door een schuldfonds omdat er weinig alternatieven zijn. Een belegger met een value-add of opportunistische managementstijl zie je eerder als afnemer van een schuldfondsfinanciering dan een belegger met een core managementstijl. De andere groep van experts stelt dat het gehele voorwaarden- en zekerhedenpakket bepalend is. Als dit aantrekkelijk is voor de belegger dan maakt het in feite weinig uit wie de financier is.

Beleggers, die actief zijn in een niche en/of die een risicovolle strategie hanteren, worden minder snel door bancaire instellingen gefinancierd. Een gevolg van een risicovollere managementstijl of de focus op een niche, is dat een belegger op zoek moet naar een alternatief voor bancaire financiering. Dit type beleggers zullen, al dan niet noodgedwongen, eerder open staan voor een schuldfondsfinanciering. Voor alle beleggers zal gelden dat een aantrekkelijk voorwaarden- en zekerhedenpakket de bepalende factor zal zijn om voor een financier te kiezen.

Oorzaken opkomst van schuldfondsen

	Uitkomst	Aantal experts
1	Geen sprake van een opkomst.	5 van 11/ 45%
2	Wel sprake van een opkomst.	6 van 11/ 55%

Er is onder de experts geen unanimitieit of er sprake is van een opkomst van schuldfondsen. Als tegen argument komt naar voren dat deze financieringsvorm een bescheiden onderdeel uitmaakt van de financieringsmarkt. De experts die een opkomst waarnemen benoemen de lage rente en de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen als oorzaken. De terugtrekkende beweging van bancaire instellingen is onomkeerbaar en vanuit dit perspectief wordt de opkomst van schuldfondsen gefaciliteerd. De lage rente is een aanjager voor de opkomst van deze financieringsvorm maar het is de vraag hoe schuldfondsen gaan acteren bij een stijging van de rente. Een doorbraak van dit type financiers zal nog wel tijd nodig hebben omdat deze financieringsvorm nog niet bekend is. Een drietal experts stellen dat de acceptatie en bekendheid van vastgoedfinancieringen door verschillende soorten investeerders als beleggingscategorie ook een oorzaak is voor de opkomst.

De experts staan lijnrecht tegenover elkaar of er wel of niet sprake is van een opkomst van schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed. De experts die een opkomst waarnemen zien de huidige lage rente, terugtrekkende beweging van bancaire instellingen en de acceptatie en bekendheid van vastgoedfinancieringen als beleggingscategorie als oorzaken voor de opkomst.

Volwaardig marktsegment

Uitkomst	Aantal experts
1 Nee	8 van 11/ 73%
2 Ja	3 van 11/ 27%

Gelet op het beperkt aantal verstrekte financieringen en het gegeven dat deze financieringsvorm geen alternatief is voor de reguliere financiers, zijn de meeste experts het over eens dat er geen sprake is van een volwaardig marktsegment. Om te spreken over een volwaardig marktsegment dan zou deze financieringsvorm altijd aanwezig moeten zijn tijdens wisselende marktomstandigheden. De overige experts die schuldfondsfinanciering wel als een volwaardig marktsegment zien, zien dit vanuit het perspectief dat schuldfondsfinanciering een marktsegment is voor de niches die de reguliere financiers niet financieren en daarmee een belangrijke aanvulling vormen op de verschillende financieringsbronnen voor commercieel vastgoed.

Schuldfondsfinanciering is een belangrijke aanvulling voor bancaire financiering maar deze financieringsvorm kan niet worden beschouwd als een volwaardig marktsegment.

Aantrekkelijkheid Nederlandse financieringslandschap

Geclusteerde uitkomsten	Aantal experts
1 Nederland heeft een goed juridisch systeem en goed werkend Kadaster.	10 van 10
2 Nederland heeft een stabiele economie en politiek systeem.	3 van 10
3 Het betreden van de financieringsmarkt en het verkrijgen van marktaandeel is relatief makkelijk.	3 van 10

De tien geïnterviewden die deze vraag hebben beantwoord geven diverse voorbeelden van de aantrekkelijkheid van Nederland voor schuldfondsen. De antwoorden zijn geclusterd en de gepresenteerde uitkomsten zijn minimaal door twee experts benoemd. Een goed werkend juridisch systeem en Kadaster wordt door de experts unaniem beoordeeld als aantrekkelijke kenmerken. Nederland is transparant en de positie van schuldeisers is sterk en dit is vooral voor schuldfondsen die in het risicovolle spectrum financieren van grote waarde. Een ander aantrekkelijk kenmerk die enkele experts benoemen is dat investeerders en financiers baat hebben bij een stabiele economie en politiek systeem en in Nederland is daar sprake van. Als laatste kenmerk benoemen enkele experts dat als gevolg van de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen schuldfondsen relatief makkelijk de markt kunnen betreden en marktaandeel kunnen verkrijgen.

Tijdens de interviews komt meerdere keren naar voren dat Nederland als klein wordt ervaren door schuldfondsen. Dit heeft betrekking op de Nederlandse vastgoedmarkt als geheel en op de hoogte van investeringsvolumes van losse objecten en portefeuilles. Deze kenmerken maken Nederland minder aantrekkelijk voor schuldfondsen om financieringen te verstrekken.

De aantrekkelijkheid van Nederland voor schuldfondsen komt door het goede juridische systeem en Kadaster die er voor zorgen dat er sprake is van transparantie en een sterke positie voor schuldeisers. Andere aantrekkelijke kenmerken zijn volgens enkele experts de stabiele economie en politiek systeem en de relatief makkelijke toetreding van de financieringsmarkt voor nieuwe partijen.

Aantrekkelijk type vastgoed

Kantoren

Geclusterde uitkomsten	Aantal experts
1 Niet onderscheidend en waardevast.	1 van 11/ 9%
2 Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	2 van 11/ 18%
3 Type vastgoed is niet van belang zolang er maar sprake is van een vorm van transitie.	1 van 11/ 9%
4 Aantrekkelijk, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een vorm van transitie.	7 van 11/ 64%

De experts zijn grofweg onder te verdelen in twee groepen. De grootste groep vindt kantoren een aantrekkelijk type vastgoed voor schuldfondsen. Er moet dan wel sprake zijn van een hogere yield door een hoger risicoprofiel en een value-add component zoals een transformatie of een (her)ontwikkeling. Kantoren in het core segment zijn minder interessant vanwege de hoge concurrentie en de lage marges. De andere groep van experts stelt dat kantoren niet aantrekkelijk zijn of dat niet het type vastgoed van belang is maar dat dit afhankelijk is van de propositie. Zoals al eerder aan de orde is gekomen, is het investeringsvolume van een deal van belang voor de aantrekkelijkheid van een bepaald leningtype. Met kantoren is het beter mogelijk om een groot volume voor een deal te krijgen dan bij andersoortig vastgoed.

Kantoren zijn een aantrekkelijk type vastgoed voor schuldfondsen, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een transitie zal plaatsvinden.

Winkels

Geclusterde uitkomsten	Aantal experts
1 Niet aantrekkelijk.	3 van 11/ 27%
2 Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	2 van 11/ 18%
3 Type vastgoed is niet van belang zolang er maar sprake is van een vorm van transitie.	1 van 11/ 9%
4 Aantrekkelijk.	1 van 11/ 9%
5 Aantrekkelijk, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een vorm van transitie.	5 van 11/ 45%

Ook voor winkels geldt dat de experts grofweg onder te verdelen zijn in twee groepen. De grootste groep vindt winkels een aantrekkelijk type vastgoed voor schuldfondsen. Er moet dan wel sprake zijn van een hogere yield door een hoger risicoprofiel en een value-add component zoals een transformatie of een (her)ontwikkeling. Winkels op A1 locaties zijn minder interessant vanwege de lage yield en omdat andere financiers winkels graag financieren op de goede locaties in de grote steden. De andere groep van experts stelt dat winkels niet aantrekkelijk zijn of dat niet het type vastgoed van belang is maar dat dit afhankelijk is van de propositie.

Winkels zijn een aantrekkelijk type vastgoed voor schuldfondsen, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een transitie zal plaatsvinden.

Woningen

	Geclusterde uitkomsten	Aantal experts
1	Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	2 van 11/ 18%
2	Niet aantrekkelijk vanwege de hoge concurrentie en lage yield.	9 van 11/ 72%

Woningen zijn niet aantrekkelijk vanwege de hoge concurrentie en lage yield. Als beleggingscategorie is er veel interesse in woningen, voor zowel de stenen als financieringen. In Nederland zijn woningen een core product met een lage yield waar veel financiers interesse in hebben. Er is dan ook sprake van een hoge mate van concurrentie tussen financiers. Woningen zijn wel interessant bij een ontwikkelingsfinanciering of als woningen onderdeel uitmaken van een gemengde portefeuille.

Woningen zijn geen aantrekkelijk type vastgoed voor schuldfondsen in verband met de lage yield en de hoge concurrentie tussen financiers waar lage marges gevraagd worden.

Bedrijfsmatig

	Geclusterde uitkomsten	Aantal experts
1	Niet aantrekkelijk.	4 van 11/ 36%
2	Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	2 van 11/ 18%
3	Aantrekkelijk, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een vorm van transitie.	5 van 11/ 45%

De experts zijn onder te verdelen in twee ongeveer gelijke groepen aangevuld met een tweetal experts die stellen dat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de propositie. De ene groep vindt bedrijfsmatig vastgoed niet aantrekkelijk omdat dit marktsegment moeilijk te analyseren valt. De andere groep stelt dat bedrijfsmatig vastgoed aantrekkelijk zal zijn als er maar sprake is van een mogelijkheid om een verbetering door te voeren met een transitie.

Bedrijfsmatig vastgoed is niet aantrekkelijk maar als er een verbetering plaats kan vinden dan kan het aantrekkelijker worden voor schuldfondsen.

Logistiek

Gecusterde uitkomsten	Aantal experts
1 Niet aantrekkelijk.	4 van 11/ 36%
2 Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	2 van 11/ 18%
3 Aantrekkelijk vanwege de hoge yield.	2 van 11/ 18%
4 Aantrekkelijk, mits er sprake is van een hoger risicoprofiel en/of een vorm van transitie.	3 van 11/ 27%

De experts zijn onder te verdelen in twee ongeveer gelijke groepen aangevuld met een tweetal experts die stellen dat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de propositie. De ene groep van experts vindt logistiek vastgoed niet aantrekkelijk omdat logistiek vastgoed een core product is. De andere groep van experts stelt dat logistiek vastgoed aantrekkelijk is bij een verbetering met een transitie. De hoge yield en de specifieke kennis die nodig is worden als aantrekkelijke eigenschappen gegeven.

Logistiek vastgoed is niet aantrekkelijk maar als er sprake is van een hoge yield of wanneer er een verbetering plaats kan vinden dan kan het aantrekkelijker worden voor schuldfondsen.

Hotels

Gecusterde uitkomsten	Aantal experts
1 Type vastgoed is niet van belang omdat de aantrekkelijkheid afhankelijk is van de casus.	1 van 11/ 9%
2 Aantrekkelijk, mits de fondsmanager veel kennis heeft.	4 van 11/ 36%
3 Lastig type vastgoed maar dat geldt voor alle financiers.	1 van 11/ 9%
4 Niet aantrekkelijk	5 van 11/ 45%

De experts zijn verdeeld of hotelvastgoed een aantrekkelijk type is voor schuldfondsen. Alle experts zijn het er over eens dat hotelvastgoed specifieke kennis vergt van de financier vanwege het operationele karakter. Een zestal experts stellen dat juist vanwege het operationele karakter en de noodzakelijkheid van het hebben van veel kennis over hotels, dat hotelvastgoed niet aantrekkelijk is voor schuldfondsen. Het financieren van hotels kan bewerkelijk zijn en schuldfondsen hebben hier niet de capaciteit voor. Een viertal experts zien de noodzakelijkheid van het hebben van veel kennis over hotels juist als een aantrekkelijk kenmerk voor schuldfondsen. Fondsmanagers zijn vaak onderscheidend omdat ze ondernemender zijn dan bancaire instellingen en goed in staat zijn om een propositie te analyseren. Het businessplan van een hotel is goed te analyseren met specifieke kennis. Een schuldfonds die zich op hotels richt met een Europese focus zou een business case hebben.

Hotelvastgoed is geen aantrekkelijke categorie voor schuldfondsen, tenzij de fondsmanager specifieke kennis heeft om de exploitatie van een hotel te analyseren.

4.2 Toetsing onderzoeksverwachtingen

In paragraaf 3.3 zijn een tweetal onderzoeksverwachtingen geformuleerd die centraal staan in deze paragraaf. Eerst zullen de uitkomsten uit de interviews worden behandeld en vervolgens zullen de onderzoeksverwachtingen worden aangenomen of verworpen.

Onderzoeksverwachting 1: Senioriteit financiering

De verwachting is dat schuldfondsen de grootste financieringskansen hebben bij senior financieringen.

Uitkomsten	Aantal experts
1 Geen enkel leningtype is nu attractief.	1 van 11/ 9%
2 Hangt van de propositie af.	2 van 11/ 18%

Als wordt gekeken naar de slagingskansen van de vier algemeen onderscheiden leningtypen dan blijkt dat de experts hier verschillend naar kijken. De ene groep van experts is van mening dat er vanwege verschillende redenen geen uitspraak gedaan kan worden over de slagingskansen en het concurrentievermogen van een bepaald leningtype. Als redenen worden genoemd dat geen enkel leningtype in de huidige markt attractief is, de slagingskans van een leningtype afhangt van de propositie of dat er voor elk leningtype een markt is die bovendien competitief is voor alle leningtypen. Er blijkt meer overeenstemming te zijn in de andere groep experts ten aanzien van de slagingskans en het concurrentievermogen van de leningtypen.

Geclusterde uitkomsten	Aantal experts
1 Junior en mezzanine financieringen zijn niet kansrijk vanwege complexiteit onderhandelingen en structurering en geen goede match met de investeringsvolumes in Nederland.	8 van 11/ 72%
2 Senior financieringen niet kansrijk vanwege de hoge concurrentie met bancaire instellingen.	8 van 11/ 72%
3 Whole loans zijn kansrijk.	8 van 11/ 72%

Hoewel junior en mezzanine leningen goede producten zijn om een deal rond te krijgen als er een gat ontstaat tussen de senior financier en het eigen vermogen en wanneer er sprake is van een hoger risicoprofiel, zijn deze leningtypen minder kansrijk voor schuldfondsen in Nederland. Dit komt door de complexiteit van de onderhandelingen met de senior financier en de structurering, zoals de opstelling van de intercreditor overeenkomst, bij dit type financieringen. Een andere oorzaak heeft betrekking op het hoge investeringsvolume dat benodigd is. In dit onderzoek ligt de ondergrens voor dit type financieringen op EUR 10 miljoen en dat betekent dat er sprake moet zijn van een groot investeringsvolume om dit type financiering toe te passen in de kapitaalstructuur. In Nederland zijn er weinig transacties die bijvoorbeeld een investeringsvolume hebben van EUR 100 miljoen.

Een senior lening wordt als minder kansrijk beoordeeld omdat dit het leningtype is waar de reguliere financiers in actief zijn. Dit leningtype wordt in de markt beheerst door Nederlandse en Duitse bancaire instellingen. De senior financiers richten zich allemaal op de deals die minder risicovol zijn met core vastgoed. De rendementseisen van schuldfondsen liggen op veel hogere niveaus dan de marges die bancaire instellingen in rekening brengen en dit geldt met name voor Duitse Pfandbrief- en spaarbanken. Concurrentie op basis van tariefstelling is dan voor schuldfondsen erg moeilijk.

Door de flinke concurrentie in het senior segment proberen financiers zich te onderscheiden door het bieden van een hogere financiering met een whole loan. Het grote voordeel van dit leningtype is dat er naast het eigen vermogen van de belegger er maar één financiering in de kapitaalstructuur nodig is met één rentetarief. De structurering van de financiering en de onderhandelingen met de financier zijn minder complex. Het voordeel voor een schuldfonds is dat de lening gesplitst kan worden en het senior deel doorgezet kan worden naar een andere financier of investeerder.

Junior en mezzanine financieringen zijn minder kansrijk door de complexiteit qua onderhandelingen met de senior financier en de structurering en omdat er voor dit type financieringen hoge investeringsvolumes nodig zijn die niet ruim beschikbaar zijn in Nederland. Het senior leningtype is minder interessant omdat dit het domein is van voornamelijk bancaire instellingen die erg lage rentemarges vragen. De whole loan is kansrijk voor schuldfondsen vanwege de lagere complexiteit qua onderhandelingen en structurering en om onderscheidend te kunnen zijn ten opzichte van senior financieringen.

De experts hebben verschillende opvattingen ten aanzien van de slagingskans van de leningtypen. Het merendeel stelt dat zowel de achtergestelde leningtypen junior en mezzanine financieringen, als de senior financiering niet kansrijk zijn voor schuldfondsen. Uit de interviews met de experts is de whole loan als meest kansrijke leningtype naar voren gekomen. Deze uitkomst was niet voorzien en dat betekent dat de onderzoeksverwachting wordt verworpen.

Schuldfondsen zullen de meeste financieringskansen hebben als ze het whole loan leningtype verstrekken. De onderzoeksverwachting wordt verworpen.

Onderzoeksverwachting 2: Marktaandeel en groei van de markt

De verwachting is dat de omvang van het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen de komende jaren zal groeien.

Uitkomsten	Aantal experts
1 Lastig om in te schatten, geen antwoord gegeven.	3 van 11/ 27%
2 Geen toename van marktaandeel en verstrekte financieringen.	3 van 11/ 27%
3 Toename van marktaandeel en verstrekte financieringen maar beperkt.	5 van 11/ 45%

Voor alle experts blijkt het lastig om een inschatting te geven over de verwachtingen van het marktaandeel en de verstrekte financieringen door schuldfondsen. Drie experts hebben geen antwoord gegeven op de vraag. Drie andere experts verwachten dat het huidige marginale marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen niet zullen toenemen. Als redenen hiervoor worden gegeven dat de financieringsmarkt niet goed geprijsd is en dat een schuldfondsfinanciering een niche product is en dat dit ook zal blijven. Alle experts zijn het er over eens dat schuldfondsen voornamelijk de niches financieren die niet door de reguliere financiers worden gefinancierd en bij een niche product hoort een beperkt marktaandeel en omvang van het aantal verstrekte financieringen. De aangescherpte wet- en regelgeving van de traditionele financiers zal wel kansen geven voor niet-bancaire financieringsvormen. Een vijftal experts zijn van mening dat er wel sprake zal zijn van een toename maar dat dit beperkt zal zijn vanwege het eerder genoemde niche argument. Andere argumenten voor de beperkte groei zijn dat fondsmanagers uit het buitenland

komen en geen lokale marktkennis hebben en dat de financieringsmarkt niet goed geprijsd is. De verwachting is dat een toename wel geremd wordt als de kapitaalmarktrente zal stijgen. Het is dan de vraag of het voor schuldfondsen en diens investeerders aantrekkelijk blijft om exposure te hebben op commercieel vastgoedfinancieringen.

Schuldfondsen richten zich op de posities die niet door bancaire instellingen worden gefinancierd. Een schuldfondsfinanciering is een niche product en daar hoort geen omvangrijk marktaandeel en een groot aantal verstrekte financieringen bij. Hoewel er geen algemene consensus is, is het de verwachting dat het marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen beperkt zal groeien.

Hoewel er geen algemene consensus is, is het de verwachting dat het marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen beperkt zullen groeien omdat dit door de meeste experts wordt voorzien en omdat dit blijkt uit enkele rapporten.

De onderzoeksverwachting wordt aangenomen maar met beperkte betrouwbaarheid van de conclusie omdat niet alle experts hier unaniem in waren. Het marktaandeel en de verstrekte financieringen zullen de komende jaren beperkt groeien.

5 Conclusie

In paragraaf 5.1 worden de conclusies van het van het literatuur- en praktijkonderzoek gepresenteerd en zal er worden afgesloten met de beantwoording van de onderzoeksvraag en met het verwerpen of aannemen van de onderzoeksverwachtingen. In paragraaf 5.2 zal er een reflectie gegeven worden op het onderzoeksgebied en theorieën, onderzoeksmethode en de onderzoeksuitkomsten. Vervolgens zullen er in paragraaf 5.3 enkele aanbevelingen worden gedaan voor vervolgonderzoek.

5.1 Conclusie

De vastgoedmarkt is vanwege haar kapitaalintensieve karakter gebaat bij voldoende kapitaal dat aansluit bij de doelstellingen en voorkeuren van financiers, investeerders en vastgoedbeleggers. In het literatuuronderzoek zijn een vijftal motieven voor en effecten van vreemd vermogen besproken die van belang worden geacht voor een vastgoedbelegger. Het belangrijkste motief voor het aantrekken van vreemd vermogen is dat een vastgoedbelegger niet voldoende eigen kapitaal heeft om een investering aan te gaan.

De volgende stap is om te bepalen welke verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen optimaal is en verschillende onderzoekers hebben hier onderzoek naar gedaan. De basis voor de moderne financieringstheorieën is gelegd door Modigliani en Miller met hun onderzoek naar de optimale kapitaalstructuur. Deze theorieën gaan uit van een efficiënte markt waarbij de invloed van een bepaalde imperfectie in de markt wordt onderzocht. De toepassing van de verschillende theorieën levert geen eenduidig beeld op hoe een onderneming haar kapitaalstructuur moet inrichten. Een andere stroming is de pecking-order theorie die niet uitgaat van het bestaan van een optimale kapitaalstructuur maar dat ondernemingen een pikorde hanteren voor de financiering van een investering. De keuzes van ondernemingen zijn niet te vangen in een bepaalde theorie en dit wordt bevestigd door de literatuur waarin bepaalde elementen van de beschreven theorieën zelfs tegenstrijdig met elkaar kunnen zijn. Daarnaast gaan de theorieën uit van condities en voorwaarden die in de praktijk onwaarschijnlijk zijn.

De karakteristieken van vastgoed ondersteunen het gebruik van een hoger schuldratio en dit is ook de norm in de vastgoedsector. Vastgoedbeleggers hebben de keuze uit verschillende financieringsbronnen en in dit onderzoek staan schuldfonds als financiers van commercieel vastgoed centraal.

De beantwoording van de hieronder geformuleerde onderzoeksvraag staat centraal in dit onderzoek:

Onder welke voorwaarden kan er een commercieel vastgoedfinanciering tot stand komen tussen een schuldfonds en een niet-beursgenoteerde vastgoedbelegger?

De onderzoeksvraag zal worden beantwoord door achtereenvolgens de conclusies ten aanzien van een vastgoedbelegger, de commercieel vastgoed- en financieringsmarkt en een schuldfonds, te beschouwen als bouwstenen voor de totstandkoming van een commercieel vastgoedfinanciering.

Vastgoedbelegger

- Hoe risicovoller de managementstijl, hoe hoger de behoefte aan vreemd vermogen en hoe minder snel bancaire instellingen tot financiering overgaan. Een gevolg is dat dit type beleggers eerder open zullen staan voor een schuldfondsfinanciering. Schuldfondsen kunnen de niches financieren die minder of niet meer door bancaire instellingen worden gefinancierd.
- Voor alle beleggers zal gelden dat een aantrekkelijk voorwaarden- en zekerhedenpakket de bepalende factor zal zijn om voor een financier te kiezen.
- Een vastgoedbelegger zal veel aandacht moeten besteden aan het opleveren van een gedetailleerde dataset, waarbij het businessplan van goede kwaliteit dient te zijn. De kwaliteit van het management is eveneens een belangrijk beoordelingscriterium van een schuldfonds.

Commercieel vastgoed- en financieringsmarkt

- Nederland heeft een goed juridisch systeem en Kadaster die er voor zorgen dat er sprake is van transparantie en een sterke positie voor schuldeisers. Andere aantrekkelijke kenmerken zijn de stabiele economie, het politiek systeem en de relatief makkelijke betreedbaarheid van de financieringsmarkt voor nieuwe partijen. Al deze kenmerken zorgen voor een aantrekkelijk financieringsklimaat voor schuldfondsen.
- De Nederlandse vastgoedmarkt wordt als klein beschouwd, dit heeft betrekking op individuele objecten en de totale markt in zijn algemeenheid. Schuldfondsen zijn vooral geïnteresseerd in grotere deals qua volume en daar zijn er niet heel veel van in Nederland. Dit geldt met name voor junior en mezzanine financieringen. Een beperking van dit type financieringen is dat deze complex zijn qua onderhandeling en structurering.
- In de literatuur komt naar voren dat schuldfondsen in opkomst zijn vanwege de lage rente omgeving en de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen. De terugtrekkende beweging is onomkeerbaar en dit biedt kansen voor schuldfondsen. De experts zijn verdeeld of er wel sprake is van een opkomst. Schuldfondsfinanciering is een belangrijke aanvulling op bancaire financiering maar deze financieringsvorm kan niet worden beschouwd als een volwaardig marktsegment.
- Nederlandse en Duitse bancaire instellingen richten zich voornamelijk op het core segment met senior leningen en dat zorgt voor een hoge mate van concurrentie en prijsdruk. Schuldfondsen kunnen hier niet mee concurreren. Om onderscheidend te zijn zal een schuldfonds een hoger aandeel vreemd vermogen kunnen bieden in de vorm van een whole loan. Dit leningtype wordt als meest kansrijk gezien voor schuldfondsen.

Schuldfondsen

- De acceptatie en bekendheid van investeringen in vastgoedfinancieringen zijn voor institutionele investeerders belangrijke factoren om kapitaal te investeren in dit type fondsen. Dit wordt nu gedreven door de lage rente omgeving en het is de vraag of dit type financiers nog in de markt aanwezig blijven als de rente zal stijgen.
- Schuldfondsen hebben geen fysieke aanwezigheid in Nederland. Fondsmanagers zijn aangewezen op financieringsadviseurs, die in contact staan met vastgoedbeleggers, om financieringen te kunnen verstrekken.

- Fondsmangers zijn in staat om goede analyses te maken van de uitgebreide dataset die een vastgoedbelegger moet aanleveren. Fondsmangers zijn ondernemender en bereid om flexibeler te zijn met de voorwaarden en eerder bereid om mee te werken.
- De totale kosten van een schuldfondsfinanciering zijn hoog vergeleken met bancaire financieringen en dit komt door de externe partijen die ingehuurd moeten worden.
- Schuldfondsen zijn vooral geïnteresseerd in proposities met een hoger risicoprofiel of waar een transitie, zoals een herontwikkeling, moet plaatsvinden.
- Alle vastgoedsegmenten zijn geschikt voor schuldfondsen maar de kenmerken van kantoren en winkels zijn passender bij een schuldfonds. Dit geldt zeker voor kantoren omdat hier vaker sprake zal zijn van een transitie, hoger risico en groter investeringsvolume.

In dit onderzoek zijn twee onderzoeksverwachtingen geformuleerd. De eerste onderzoeksverwachting is gebaseerd op de veronderstelling dat in het senior deel sprake zal zijn van een hoge mate van concurrentie met andere financiers. Ondanks de hoge mate van concurrentie is het grootste deel van het opgehaalde kapitaal bij INREV aangesloten schuldfondsen bestemd voor het senior deel. In het junior en mezzanine segment zullen wel kansen liggen maar gelet op de benodigde hoge transactievolumes zullen de financieringsdeals beperkt zijn. De tweede onderzoeksverwachting is gebaseerd op de veronderstelling dat het marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen zal stijgen.

Onderzoeksverwachting 1: Senioriteit financiering

De verwachting is dat schuldfondsen de grootste financieringskansen hebben bij senior financieringen.

De uitkomst van het praktijkonderzoek is dat whole loans de grootste financieringskansen hebben voor schuldfondsen. Een whole loan is in feite een senior financiering met een mezzanine deel verpakt als één financiering. Deze uitkomst was niet voorzien en dat betekent dat de onderzoeksverwachting wordt verworpen.

Onderzoeksverwachting 2: Marktaandeel en groei van de markt

De verwachting is dat de omvang van het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen de komende jaren zal groeien.

Hoewel er geen algemene consensus is, is het de verwachting dat het marktaandeel en het aantal verstrekte financieringen beperkt zullen groeien omdat dit door de meeste experts wordt voorzien en omdat deze verwachting ondersteund wordt door enkele rapporten. De onderzoeksverwachting wordt aangenomen maar met beperkte betrouwbaarheid van de conclusie omdat niet alle experts hier unaniem in waren.

Eindconclusie en antwoord op de onderzoeksvraag

Het tot stand komen van een commercieel vastgoedfinanciering door een schuldfonds is afhankelijk van vele factoren maar de voorwaarden zijn terug te voeren op de hiervoor beschreven conclusies.

Als algemene conclusie kan worden gesteld dat een schuldfondsfinanciering afhankelijk is van:

- de terugtrekkende beweging van bancaire instellingen;
- de bereidheid van institutionele investeerders om in schuldfondsen te investeren;
- de concurrentie met andere financiers in bepaalde segmenten en voor bepaalde leningtypen;
- de aanwezigheid van geschikt commercieel vastgoed.

Schuldfondsen zijn vooral geïnteresseerd in proposities met een hoger risicoprofiel of waar een transitie moet plaatsvinden. De verkenning van deze financieringsvorm in Nederland heeft duidelijk gemaakt dat dit type financiers met interesse kijkt naar Nederland en een belangrijke rol vervult voor de vastgoed- en financieringsmarkt met het financieren van de posities die niet door bancaire instellingen worden gefinancierd. Voldoende beschikbaarheid van kapitaal, die voorziet in alle risicosegmenten van de kapitaalstructuur, is van groot belang voor een gezonde financieringsmarkt. In verschillende rapporten, zoals van INREV e.a., PWC e.a. en DNB, wordt de opkomst van schuldfondsfinanciering beschreven en het is de vraag of de veronderstelde opkomst zal doorzetten. De onderzoeker hoopt dat deze verkenning kan fungeren als een vliegwiel voor verder onderzoek.

5.2 Reflectie

Onderzoeksgebied en theorieën

In dit onderzoek is eerst een verkenning gemaakt en een beschrijving gegeven van de beleggings- en financieringsmarkt van commercieel vastgoed. De aanwezigheid van voldoende bruikbare theorieën en (markt)rapporten hebben ervoor gezorgd dat er een beschrijving gegeven kon worden die alle relevante verbanden en ontwikkelingen omvat. Dit bleek voor het onderwerp van dit onderzoek, schuldfondsen die commercieel vastgoed financieren, een stuk lastiger. Voorafgaand aan het onderzoek had de onderzoeker verwacht dat er meer data, rapporten en wetenschappelijke publicaties beschikbaar zouden zijn maar dit bleek tijdens het literatuuronderzoek niet het geval. Met de beschikbare informatie heeft de onderzoeker schuldfondsen beschouwd vanuit verschillende invalshoeken. Het is alleen niet gelukt om een beschrijving te geven over de grootte van de markt en hoeveel partijen actief zijn of willen zijn op de Nederlandse markt en om relevante wetenschappelijke artikelen te vinden over schuldfondsen.

Onderzoeksmethode

Dit verkennend/ explorerend onderzoek met toetsende elementen is geschikt als onderzoeksmethode omdat schuldfondsen nog niet algemeen bekend zijn en er weinig marktrapporten en wetenschappelijke publicaties beschikbaar zijn. Het afnemen van interviews onder geselecteerde experts is een passende methode om kennis, inzichten en opinies van de experts te verzamelen om daarmee de onderzoeksvraag en de deelvragen te beantwoorden. Een logische insteek voor de selectie van experts zou zijn om fondsmanagers van schuldfondsen te betrekken in dit onderzoek maar het werd al snel duidelijk dat fondsmanagers terughoudend zijn

met het vrijgeven van informatie op welke manier dan ook. Dit was de reden dat er gekozen is voor het betrekken van acht financieringsadviseurs en senior-managers van twee institutionele investeerders en een bancaire instelling in het expert panel. De selectie van deze experts heeft plaatsgevonden middels strenge selectiecriteria. Hoewel deze insteek er voor heeft gezorgd dat ondanks het ontbreken van de fondsmanagers er toch een representatief beeld kon worden geschapen van schuldfondsen, hebben de resultaten van dit onderzoek een verminderde generaliseerbaarheid vanwege het beperkte aantal geïnterviewde experts.

Bij een kwalitatief onderzoek bestaat de kans op een mogelijke vertekening van de onderzoeksresultaten door invloed van de onderzoeker. Hiermee wordt bedoeld op de interne betrouwbaarheid. Een kanttekening voor dit onderzoek is dat er niet meerdere onderzoeksmethodes zijn gebruikt om de data en inzichten te verzamelen. Deze beperking is deels ondervangen door een gestructureerde dataverzameling en voorafgaand en tijdens de interviews de experts enkele begrippen uit te leggen ter voorkoming van verschillende interpretaties.

Onderzoeksuitkomsten

De uitkomsten van dit onderzoek moeten worden gezien in de context van het moment waarop dit onderzoek is uitgevoerd. Uit het literatuuronderzoek gecombineerd met de resultaten uit de interviews met de experts, blijkt dat de kapitaalmarktrente, strategie en keuzes van bancaire instellingen en de acceptatie van vastgoedfinancieringen als beleggingscategorie, belangrijke aspecten zijn die invloed hebben op keuzes van fondsmanagers van schuldfondsen en diens investeerders. Deze aspecten maken een ontwikkeling door en zijn aan verandering onderhevig. In het kader van de externe betrouwbaarheid is het de vraag als dit onderzoek wordt overgedaan of dan dezelfde resultaten worden verkregen.

5.3 Aanbevelingen voor onderzoek

Betrekken fondsmanagers

In de reflectie in paragraaf 5.2 is aandacht besteed aan het ontbreken van fondsmanagers in het onderzoek. De belangrijkste aanbeveling voor een vervolgonderzoek is het betrekken van fondsmanagers van schuldfondsen als respondenten voor een enquête of als geïnterviewden in een expert panel. Een mogelijke oplossing om de fondsmanagers mee te laten werken zou kunnen zijn om de INREV te betrekken of wanneer de onderzoeker regelmatig contact heeft met fondsmanagers.

Schuldfondsen die zich richten op kleinere leningvolumes

Schuldfondsen hebben uiteenlopende financieringsstrategieën en zijn actief in de niches die bancaire instellingen niet financieren. Als afbakening voor dit onderzoek is een leningvolume genomen van EUR 10 miljoen. Uit de marktrapporten van Syntrus Achmea (2016,1) en CBRE (2017) blijkt dat er specialistische partijen in opkomst zijn die kleine en complexe financieringen verstrekken en zich richten op één vastgoedsector en/of regio. Tijdens de interviews kwam naar voren dat de fondsmanagers in staat zijn om goede analyses te maken en veel kennis kunnen hebben op een bepaald gebied. Aan de andere kant blijkt dat de leningen een minimaal volume van circa EUR 10

miljoen moeten hebben om de kosten en de capaciteit te kunnen dekken. Een vervolgonderzoek dient uit te wijzen welke vastgoedsectoren en regio's geschikt zijn voor een schuldfonds en hoe groot een dergelijk fonds zou moeten worden om een aantrekkelijke business case te krijgen.

Opkopen leningen

In de jaren na de globale financiële crisis kwamen schuldfondsen op die problematische leningen van bancaire instellingen opkopen en dit type schuldfondsen zijn nog steeds actief en hebben een belangrijke functie voor bancaire instellingen, in het bijzonder voor de vastgoed- en financieringsmarkt in het algemeen. Het is niet duidelijk welk effect het opkopen van problematische vastgoedleningen heeft op de werking van de vastgoedsector. Afgevraagd kan worden of dergelijke transacties, die soms grote volumes kunnen aannemen, een verstrend effect hebben op de werking van het marktmechanisme in de vastgoedsector.

Opzetten van een Nederlands schuldfonds

De fondsmanagers van schuldfondsen komen vooralsnog allemaal uit het buitenland en hebben geen specifieke focus op Nederland. Een vervolgonderzoek naar de mogelijkheden van een Nederlands schuldfonds, die zich op Nederland of op Europa richt en zich van kapitaal laat voorzien door Nederlandse institutionele investeerders, zou moeten uitwijzen of dit een haalbare casus is. Een casestudie en een enquête onder Nederlandse institutionele investeerders zijn een passende onderzoeksmethodes om een dergelijk onderzoek uit te voeren.

Bibliografie

- ABN AMRO. (2015). *Foreign capital and Dutch real estate: Passing hype or lasting value?*. Amsterdam: ABN AMRO.
- Alcock, J., Baum, A., Colley, C., & Steiner, E. (2013). The Role of Financial Leverage in the Performance of Private Equity Real Estate Funds. *Journal of Portfolio Management*, 39(5), 99-110.
- Anson, M.J. (2002). *Handbook of alternative assets*. New York, Verenigde Staten: John Wiley & Sons.
- Anson, M.J., & Hudson-Wilson, S. (2003). Should One Use Leverage in a Private Equity Real Estate Portfolio?. *The Journal of Portfolio Management*, 29(5), 54-61.
- Baarda, B., Bakker, E., Goede, M. de, Fischer, T., Vianen, R. van, & Julsing, M. (2012). *Basisboek methoden en technieken; Kwantitatief praktijkgericht onderzoek op wetenschappelijke basis (5^e druk)*. Groningen/ Houten: Noordhof Uitgevers B.V.
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Goede, M. de, Peters, P., & Velden, T. van der (2013). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek (3^e druk)*. Groningen/ Houten: Noordhof Uitgevers B.V.
- Bijlsma, B., Veldhuizen, S. van, & Vogt, B. (2015). *Een wereld zonder banken?: Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief*. CPB Policy Brief 2015/14. Den Haag: Centraal Planbureau (CPB).
- Bosch, G. ten (2016, 8 december). ECB verlengt opkoopprogramma tot eind 2017. *Financieel Dagblad*. Geraadpleegd op 17 april 2017, van <https://fd.nl/beurs/1178914/opkoopprogramma-ecb-verlengd-tot-eind-2017>
- Boyd, J.W., Ziobrowski, A.J., Ziobrowski, B.J., & Cheng, P. (1998). Leverage and Real Estate Investment in Mixed-Asset Portfolios. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 4(2), 135-147.
- Brueggeman, W.B., & Fisher, J.D. (2010). *Real estate finance and investments (14e druk)*. New York, Verenigde Staten: McGraw-Hill Higher Education.
- Cannaday, R.E., & Yang, T.T. (1996). Optimal Leverage Strategy: Capital Structure in Real Estate Investments. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 13, 263-271.
- Casey, E., & O'Toole, C.M. (2014). Bank-lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173-193.
- Copier, H. (2016). *De Vastgoedlezing 2016: Systeem issues in de markt van financiering van commercieel vastgoed in Nederland*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

- Cushman & Wakefield. (2016,1). *European Real Estate Loan Sales Market Q1 2016*. Londen, Groot-Brittannië: Cushman & Wakefield.
- Cushman & Wakefield. (2016, 2). *European lending trends (oktober 2016)*. Londen, Groot-Brittannië: Cushman & Wakefield.
- CBRE. (2017). *Real estate market outlook: The Netherlands*. Amsterdam: CBRE.
- Clauretje, T.M., & Sirmans, G.S. (2006). *Real estate finance: Theory and practice (5e druk)*. Mason, Verenigde Staten: Thomson/South-Western.
- Dekker, F. (2015). *Asset diversificatie van vastgoedfinanciers en de groei in woningfinancieringen*. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam.
- De Nederlandse Bank (DNB). (2008). *De toekomst van het 'originate-to-distribute'-model bij banken*. DNB kwartaalbericht juni 2008. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- De Nederlandse Bank (DNB). (2015). *Alternatief voor bankkrediet komt van beleggers*. DNBulletin. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 28 mei 2017, van <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2015/dnb323578.jsp>
- De Nederlandsche Bank (DNB). (2016, 1). *Kredietmarkten in beweging: Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars bevordert financiële stabiliteit*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- De Nederlandsche Bank (DNB). (2016, 2). *Overzicht Financiële Stabiliteit*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- De Nederlandsche Bank (DNB). (2017). *Jaarverslag 2016*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Ende, J. van der, & Spek, M.R. van der (2016). Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie. In Berkhout, T.M. (red), *Jubileumbundel Stichting ROZ Vastgoedindex: De Vastgoedindex op waarde geschat (pp. 95-119)*. Voorburg: Stichting ROZ Vastgoedindex Nederland.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2016). *Key principles for a European framework on loan origination by funds*. Parijs, Frankrijk: European Securities and Markets Authority (ESMA).
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2016). *EU shadow banking monitor (1e editie)*. Frankfurt am Main, Duitsland: European Systemic Risk Board.
- EY. (2015). *Commercial real estate debt: An interesting proposition for European insurer*. Londen, Groot-Brittannië: EY.
- European Pensions Team. (2012). *Roundtable: Real estate debt*. Geraadpleegd op 31 mei 2017, van <http://www.europeanpensions.net/ep/Roundtable-Real-estate-debt.php>

- Financial Stability Board. (2013). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Basel, Zwitserland: Financial Stability Board.
- Financial Stability Board. (2015). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Basel, Zwitserland: Financial Stability Board.
- 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.
- Gerritsen, S. (2009). *Schrijfgids voor economen (3^e herziene druk)*. Bussum: Uitgeverij Coutinho.
- Gool, P. van, Jager, P., Theebe, M.A.J., & Weisz, R.M. (2013). *Onroerend goed als belegging (5e druk)*. Groningen/ Houten: Noordhoff Uitgevers B.V.
- 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.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2013). *Corporate Finance (2e Europese druk)*. Maidenhead, Verenigde Staten: McGraw-Hill Education.
- Hoppenbrouwers, J. (2016). *Nieuwe rol beleggers als financier van vastgoedontwikkeling voor de vrije huursector: Een onderzoek naar de potentie van nieuwe business modellen vanuit het perspectief van de belegger*. Faculteit Bouwkunde, Technische Universiteit Delft, Delft.
- Hooft, S.K.M. van 't (2016). *Financiering van commercieel vastgoed na de crisis: Internationalisering, nieuwe spelers en aangescherpte voorwaarden*. In Berkhout, T.M. & Bartels, S.E. (red.), *Vastgoedfinanciering: Klaar voor de toekomst (pp. 9-29)*. Amsterdam: Stichting Fundatie Bachiene.
- Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F.J., & Gordon, J.N. (2003). Why Real Estate?: An expanding role for institutional investors. *The Journal of Portfolio Management, Special Real Estate Issue*, 29(5), 12-25.
- Huibers, F. (2012). *Alternative real estate finance, an investments opportunity for institutional investors*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- INREV. (2012). *INREV style classification: Revised Version*. Amsterdam: INREV.
- INREV, Association of Property Lenders, CREFC Europe, Zia. (2016). *Commercial Real Estate Debt in the European Economy 2016*. Amsterdam: INREV, Association of Property Lenders, CREFC Europe, Zia.
- INREV. (2016). *INREV debt funds universe 2016*. Amsterdam: INREV.
- INREV. (2017,1). *INREV capital raising survey 2017*. Amsterdam: INREV.

- INREV. (2017,2). *INREV capital raising survey [excel databestand]*. Amsterdam: INREV.
- International Monetary Fund. (2017). *Kingdom of the Netherlands – Netherlands: Financial system stability assessment*. Washington, Verenigde Staten: International Monetary Fund. Geraadpleed op 13 mei 2017, <http://www.investopedia.com/terms/d/debtfund.asp>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *The journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jones Lang Lasalle (JLL). (2015). *Dutch Capital Markets Outlook 2015*. Amsterdam: Jones Lang Lasalle (JLL).
- Jong, A. de, Verbeek, M., & Vermijmeren, P. (2011). Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), 1303-1314.
- Klapwijk, A., Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Kousemaeker, F.J.M. de, & Agt, M.A.J.C.M. van (2007). *Praktijkaspecten vastgoed (7^e druk)*. Groningen/ Houten: Wolters-Noordhoff B.V.
- KPMG. (2016). *Property lending barometer 2016: A survey of banks on the prospects for real estate sector lending in Europe*. Zwitserland: KPMG.
- Kraemer-Eis, H., Battazzi, F., Charrier, R., Natoli, M., & Squilloni, M. (2014). *Institutional non-bank lending and the role of Debt Funds*. Luxembourg, Luxembourg: European Investment Fund.
- Kraus, A., & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Langerak, M. (2010). *Determinanten van de vermogenstructuur: Een empirische studie naar Nederlandse vastgoedondernemingen*. Faculteit ruimtelijke wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen, Groningen.
- Larkin, D.E., Babin, M.L., & Rose, C.a. (2003). Structuring European real estate private equity funds. *Briefings in Real Estate Finance* 3(3), 229-235.
- Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7, 77-91.
- McDonald, J.F. (1999). Optimal Leverage in Real Estate Investment. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 18(2), 239-252.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *The journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Oversteeg, J. (2012). *The Impact of Basel III on Real Estate Exposed Banks*. Amsterdam Business School, University of Amsterdam, Amsterdam.
- Property NL. (2016). *PropertyNL top financiers*. Amsterdam: Property NL.
- PWC & The Urban Land Institute. (2016). *Emerging Trends in Real Estate: New market realities*. London: PWC & The Urban Land Institute.
- Rooijers, E. (2016, 14 juli). Rabobank verkoopt € 650 mln aan vastgoedleningen. *Financieel Dagblad*. Geraadpleegd op 28 mei 2017, van <https://fd.nl/ondernemen/1160107/rabobank-verkoopt-650-mln-aan-vastgoedleningen>
- Savills. (2017). *Netherlands Market in Minutes The major themes for Dutch property in 2017, March 2017*. Amsterdam: Savills.
- Sayce, S., Cooper, R., Smith, J., & Venmore-Rowland, P. (2006). *Real Estate Appraisal: From Value to Worth*. Oxford, Engeland: Blackwell Publishing Ltd.
- Shilling, D., & Wurtebach, C. (2010). Is Value-Added and Opportunistic Real Estate Investing Beneficial? If So, Why?. *Journal of Real Estate Research*, 34(4), 429-461.
- Sjögren, A. (2014). *European real estate debt funds – and the Nordic institutional investors' perspective*. KTH Royal Institute of Technology, School of Architecture and the Built Environment, Department of Real Estate and Construction Management, Stockholm, Sweden.
- Spek, M.R. van der, & Hoorenman, C. (2011). Leverage, please use responsibly. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 17(2), 75-88.
- Syntrus Achmea. (2016,1). *Outlook 2017-2019: Beleggen in Nederlands vastgoed en hypotheke*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- Syntrus Achmea. (2016,2). *Jaarverslag 2015*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- Twigt, P. (2011). *Bazel III en vastgoedfinancieringen: De impact van Bazel III en Solvency II op vastgoedfinancieringen?*. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam.
- Tyrrell, N., & Bostwick, J. (2005). Leverage in real estate investments: An optimization approach. *Briefings in real estate finance*, 5(3-4), 143-154.

- Uittenbogaard, L., & Veldman, H. (2013). *Strategie en vastgoed*. Groningen/ Houten: Noordhoff Uitgevers B.V.
- Vastgoedmarkt. (2016). *FGH verkoopt RNHB Hypotheekbank*. Geraadpleegd op 31 mei 2017, van <http://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2016/9/fgh-verkoopt-rnhb-hypotheekbank-10198808>
- Vlek, P.J., Oosterhout, A.A.. van, Rust, W.N.J., Berg, S.H.C. van den, & Chaulet, T.R.F. (2011). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden: financiële theorie en praktijkvraagstukken (2^e druk)*. Vlaardingen: Management Producties.
- Wehinger, G. (2012). Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1.
- Westgaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S., & Grosas, T.C. (2008). Investigating the Capital Structure of UK Real Estate Companies. *Journal of Property Research*, 25(1), 61-87.

Bijlage A Vragenlijst interviews

Algemeen

1. Achtergrond geïnterviewde

Ervaring met onderzoeksonderwerp

2. Welke ervaring(en) heeft u met schuldfondsen als financiers in het algemeen en meer specifiek ten aanzien van schuldfondsen die niet-beursgenoteerde commercieel vastgoedbeleggers hebben gefinancierd of willen financieren?
3. Welk type institutionele investeerders hebben de schuldfondsen van kapitaal voorzien?

Schuldfonds versus bancaire instelling

4. Wat zijn volgens u de voordelen en nadelen van deze alternatieve financieringsvorm ten opzichte bancaire financieringen voor zowel een schuldfonds als de vastgoedbelegger als leningnemer?
5. Ziet of verwacht u kenmerkende verschillen in de leningvoorwaarden en de manier hoe een schuldfonds het financieringsproces doorloopt ten opzichte van bancaire instellingen?
6. Vastgoedbeleggers worden onderscheiden op basis van de gevoerde managementstijl/ beleggingsbeleid en hierbij geldt de uitsplitsing naar core (plus), value-add en opportunistisch. Ziet of verwacht u dat vastgoedbeleggers met een core (plus), value-add of opportunistisch managementstijl/ beleggingsbeleid open staan voor de financiering door schuldfondsen?

Marktverwachtingen

7. In verschillende publicaties wordt gemeld dat schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed in opkomst zijn in Nederland onder andere door de herijking en terugtrekkende beweging van bancaire instellingen en de huidige lage rente omgeving voor institutionele investeerders. Hoe kijkt u hier tegenaan en wat zijn volgens u de oorzaken van de opkomst?
8. Ondanks de gepresenteerde opkomst van schuldfondsen als financiers van commercieel vastgoed zijn geopenbaarde financieringsgegevens die dit ondersteunen summier aanwezig. Afgevraagd kan worden of er thans wel sprake is van een volwaardig "marktsegment". Hoe kijkt u hier tegenaan?
9. In hoeverre denkt u dat de huidige karakteristieken en kenmerken van het Nederlandse financieringslandschap aantrekkelijk zijn voor schuldfondsen als financiers?
10. Hoe verwacht u dat de omvang van het marktaandeel, leningvolume en de omvang van het aantal verstrekte financieringen door schuldfondsen zich zal ontwikkelen in de komende jaren? Welke argumenten en voorwaarden liggen daaraan ten grondslag?

Financieringsstrategie

11. In het algemeen worden er een viertal leningtypen onderscheiden die door schuldfondsen en andere financiers gehanteerd worden in hun financieringsstrategie, namelijk senior, junior, mezzanine en whole loans (senior + junior). Welk(e) leningtype(s) acht u het minst kansrijk en het meest kansrijk in Nederland voor schuldfondsen en waarom vindt u dat?

12. Welk leningtype zal de meeste concurrentie ondervinden met andere financiers?

13. Gelet op de huidige lage rente omgeving en aantrekkende economie ontstaat er schaarheid het core segment van de Nederlandse vastgoedmarkt maar ook in de meer risicovolle segmenten (value-add en opportunistic). In hoeverre denkt u dat de huidige karakteristieken, kenmerken en voorraad van de Nederlandse vastgoedsector uitgesplitst naar type vastgoed (kantoren, winkels, woningen, bedrijfsmatig/ logistiek, hotels) aantrekkelijk zijn voor schuldfondsen als financiers?

Bijlage B Interviewuitwerkingen (vertrouwelijk)

Bijlage	Naam	Organisatie	Functie	Datum
B.I	De heer Arnoldy De heer Kool	UniforeDMC Real Estate Capital	Partner Partner	14-6-2017
B.II	De heer Zachariasse Mevrouw Van Elst	Deloitte	Partner Real Estate Advisory Senior Manager Real Estate Advisory	15-6-2017
B.III	De heer Mulders	KPMG	Director KPMG Corporate Finance	16-6-2017
B.IV	De heer Thompson	Beaufort Consulting	Partner	20-6-2017
B.V	De heer Fabisch De heer Van der Horst	Heston Finance Group	Partner Partner	21-6-2017
B.VI	De heer Heijndael	Finance Ideas	Partner	21-6-2017
B.VII	De heer Troost	PWC	Director Real Estate Corporate Finance	22-6-2017
B.VIII	De heer Peters	CBRE	Executive Director Debt & Structured Finance	22-6-2017

Bijlage	Naam	Organisatie	Functie	Datum
B.IX	De heer Meindersma	Rabobank	Global Head Structured Debt Capital Markets	16-6-2017
B.X	De heer Van Mierlo	NN Investment Partners	Head Commercial Real Estate Loans	19-6-2017
B.XI	De heer Atema	APG Asset Management	Senior Portfolio Manager	20-6-2017

De experts hebben bezwaar gemaakt tegen het toevoegen van de uitwerking van het interview aan de openbare versie van dit onderzoek. De schriftelijke uitwerkingen van de interviews zijn niet toegevoegd aan deze scriptie maar wel beschikbaar gesteld aan de beoordelaars van de Amsterdam School of Real Estate.