

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie ter afronding van de Master of Studies in Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate.

Tijdens mijn werk als Relatiemanager bij ING Real Estate Finance voer ik vaak gesprekken met klanten over welke mogelijkheden er zijn om het vastgoed dat zij verwerven te financieren. Vaak hoor ik onder andere dat er in het verleden hoger werd gefinancierd. Middels dit onderzoek wil ik onderzoeken in hoeverre de veranderingen in financieringsvoorwaarden van invloed zijn geweest op vastgoedfondsen (die participaties aanbieden aan particulieren en beleggen in residentieel vastgoed).

Het volgen van deze opleiding en het schrijven van deze scriptie heeft bijgedragen aan mijn persoonlijke en professionele ontwikkeling. Graag wil ik daarom mijn werkgever, ING Real Estate Finance, bedanken voor de mogelijkheid die zij mij hebben geboden om deze opleiding te volgen. Daarnaast wil ik mijn scriptiebegeleider, dhr. Weisz, bedanken voor zijn betrokkenheid en constructieve feedback. Tevens gaat mijn dank uit naar de verschillende fondsinitiators die de tijd hebben genomen om geïnterviewd te worden. Tot slot wil ik mijn vriendin Nadia bedanken voor de ruimte die zij heeft geboden om deze scriptie te voltooien.

Jelle de Wilde

Amsterdam, 29 augustus 2021

Managementsamenvatting

De investeringsmarkt voor woningbeleggingen is na de kredietcrisis van 2007/2008 fors toegenomen. Investeren in woningen wordt gezien als een veilige belegging. Doordat onder andere de rente op spaarrekeningen zeer laag is, en boven bepaalde bedragen zelfs negatief, zijn er veel particulieren op zoek naar mogelijkheden om hun geld te investeren om zo een beter rendement te behalen. Na de crisis zijn banken daarnaast ook kritischer geworden op hetgeen zij financieren. Enerzijds komt dit door de Basel regelgeving en anderzijds door de lessen die zijn geleerd na de crisis. In dit onderzoek wordt gekeken naar de effecten van gewijzigd financieringsbeleid. Hiervoor luidt de centrale onderzoeksvraag als volgt:

In hoeverre zijn veranderingen in financieringsvoorwaarden van invloed op de wijze waarop residentiële vastgoedfondsen, waarin particulieren kunnen beleggen, hun portefeuille managen en beoordelen?

Om bovenstaande onderzoeksvraag te beantwoorden is er gestart met een literatuuronderzoek en zijn vervolgens een 25-tal prospectussen onderzocht. Uit deze prospectussen is vervolgens informatie gehaald die in een Excel dataset is verwerkt. Voor het kwalitatieve onderdeel van het onderzoek zijn daarnaast vijf fondsinitiators geïnterviewd middels een standaard vragenlijst. Hiermee zijn de uitkomsten uit het kwantitatieve onderzoek in een breder perspectief geplaatst.

Uit zowel de dataset als uit de interviews komt naar voren dat alle onderzochte fondsen gebruik maken van (bancaire) financiering. De fondsinitiators geven aan dat dit altijd nodig is, onder andere om een interessant rendement te kunnen bieden aan de participanten en tevens omdat met een financiering er minder vermogen bij de participanten hoeft te worden opgehaald. Uit de data blijkt dat de maximale LTV de afgelopen jaren is gedaald. Er blijkt zelfs een opvallend forse daling van gemiddeld 22% over de gemeten periode van tien jaar. Daarnaast blijkt uit de interviews dat banken ook meer kijken naar de betaalbaarheid, zijnde in hoeverre de rente en eventuele aflossing betaald kunnen worden uit de netto huurinkomsten. Hierbij worden er tevens, vaker dan in het verleden, convenanten ingevoerd. Dit wordt echter door de fondsinitiators niet als negatief ervaren. Alle fondsinitiators geven daarnaast aan dat het belangrijk is om nauw contact te onderhouden met hun financier(s) zodat zij ten tijde van het aankoopproces weten wat er op dat moment gefinancierd kan worden, en onder welke voorwaarden. Het veranderend financieringsbeleid wordt dus niet als belemmerend ervaren, mits het beleid vroegtijdig bij de fondsinitiators bekend is, zodat zij hier rekening mee kunnen houden bij hun afweging omtrent een aankoop.

Naar aanleiding van het onderzoek zijn de volgende aanbevelingen geformuleerd, enerzijds voor de financiers en anderzijds voor de fondsinitiators:

Financiers:

- Wees zo vroeg mogelijk duidelijk welke financieringsmogelijkheden er zijn
- Zorg voor heldere en duidelijke communicatie
- Zorg voor (menselijk) contact

Fondsinitiators:

- Investeer in vastgoed dat de focus heeft van de financier
- Onderhoud nauw contact met (potentiële) financiers

Inhoudsopgave

1. Inleiding	5
1.1 Aanleiding	5
1.2 Het onderwerp en relevantie.....	5
1.3 De centrale vraag	5
1.3 De deelvragen	5
1.4 De onderzoeksmethode en het onderzoek model	6
1.5 Conceptueel model	6
1.6 Leeswijzer.....	6
2. Theoretisch kader	8
2.1 Begripsbepaling.....	8
2.2 De Nederlandse (vastgoed)beleggingsmarkt.....	8
2.2.1 De geschiedenis van de Nederlandse (vastgoed)beleggingsmarkt.....	8
2.2.2 De huidige Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt	11
2.3 Nederlandse vastgoedfondsen	12
2.3.1 De (ontstaans)geschiedenis van Nederlandse vastgoedfondsen	12
2.3.2 Het aandeel van vastgoedfondsen in de huidige beleggingsmarkt.....	12
2.3.3 Prestatiemeting vastgoedfondsen	13
2.3.3.1 Totaal beleggingsrendement	13
2.3.3.2 Direct uitkeerbaar rendement.....	13
2.3.3.3 Internal Rate of Return	14
2.3.3.4 Gemiddeld exploitatierendement	14
2.3.3.5 Gemiddeld totaal rendement	14
2.4 Bancair financieringsbeleid.....	14
2.4.1 De geschiedenis van bancaire financieringsbeleid	14
2.4.2 Het huidige bancaire financieringsbeleid	15
2.4.2.1 Kwaliteit van de kredietnemer	16
2.4.2.2 Rationale van de transactie	16
2.4.2.3 Zekerheden	16
2.6 (voorlopige)hypothese en verwachtingen.....	17
3. Operationalisatie	18
3.1 Type onderzoek.....	18
3.1.1 Kwantitatief onderzoek.....	18
3.1.2 Kwalitatief onderzoek	19
4. Analyse	21
4.1 Uitkomsten prospectusonderzoek.....	21

4.2 Uitkomsten interviews	25
5. Conclusie, aanbevelingen en reflectie	29
5.1. Conclusies	29
5.2. Aanbevelingen	31
5.3. Reflectie en vervolgonderzoek	31
Literatuurlijst.....	33

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

Tijdens mijn werk, als relatiemanager bij ING Real Estate Finance, hoor ik geregeld dat financieringsbeleid van banken van invloed is op de keuzes die beleggers maken met betrekking tot het managen van hun portefeuille. De afgelopen jaren is dit onderwerp tevens weer actueel geworden door diverse nieuwsberichten waarin wordt gemeld dat banken voorzichtiger zijn geworden met financieringen. Trappenburg (2019) beschrijft dit onder andere in haar artikel 'bankloket nog maar op een kier voor vastgoedondernemer', waarin ze aangeeft dat het veranderende financieringsbeleid van de banken het voor vastgoedbeleggers lastiger maakt om financieringen te krijgen. Ze beschrijft dat deze ontwikkeling op termijn mogelijk de markt kan gaan beïnvloeden. Zeker gelet op de ontwikkelingen rondom de coronacrisis, is het de vraag hoe financiers hun beleid aanpassen en wat daarvan de gevolgen zijn op keuzes van beleggers.

Maar, hoe groot zijn de effecten van gewijzigd financieringsbeleid nu echt? En wat kunnen de banken en vastgoedbeleggers daarvan leren?

1.2 Het onderwerp en relevantie

Het onderwerp van deze scriptie is het financieringsbeleid van banken en de invloed van het financieringsbeleid op de wijze waarop particuliere vastgoedfondsen hun portefeuille managen en beoordelen. Omdat dit onderwerp veelomvattend is, dient het onderwerp gekaderd te worden. Dit onderzoek zal zich daarom richten op de invloed van financieringsbeleid op Nederlandse vastgoedfondsen waarin particuliere beleggers kunnen beleggen. Er zal hierbij worden gekeken naar vastgoedfondsen die investeren in verhuurde woningen gelegen in Nederland.

Tijdens het onderzoek is het van belang om te achterhalen wat de gevolgen zijn geweest van gewijzigd financieringsbeleid in het verleden. Daarnaast is het van belang om door middel van dit onderzoek te achterhalen wat de gevolgen van het huidige financieringsbeleid zijn. De vastgoedfinancier (in casu de bank) kan hierdoor beter afwegen wat de gevolgen van het wijzigen van haar beleid zal zijn voor haar klanten en hier haar beleid beter op afstemmen. Daarnaast kan de vastgoedbelegger beter inschatten wat de consequenties zullen zijn van gewijzigd financieringsbeleid.

1.3 De centrale vraag

Op basis van bovenstaande aanleiding en verdieping van het onderwerp is een centrale vraag geformuleerd. Deze centrale vraag luidt:

In hoeverre zijn veranderingen in financieringsvoorwaarden van invloed op de wijze waarop residentiële vastgoedfondsen, waarin particulieren kunnen beleggen, hun portefeuille managen en beoordelen?

Om de centrale vraag goed te kunnen beantwoorden zijn daarnaast enkele sub vragen geformuleerd, welke uiteen zijn gezet in de volgende paragraaf.

1.3 De deelvragen

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden, is het van belang om de diverse onderdelen die in de centrale vraag voorkomen te kaderen. Daarom zijn onderstaande vier deelvragen opgesteld:

- Hoeveel woningen zijn er in bezit van vastgoedfondsen waarin particulieren kunnen beleggen?
- Hoe meet je de prestaties van een vastgoedportefeuille?

- Hoe meet je de prestaties van een vastgoed financiering?
- Hoe verloopt de relatie tussen de financier en belegger?

1.4 De onderzoeksmethode en het onderzoek model

Dit onderzoek zal bestaan uit een kwantitatief en een kwalitatief onderdeel. Voor zowel het kwalitatieve deel als voor het kwantitatieve deel zullen dezelfde fondsen worden betrokken. Er zullen vijf fondsinitiators worden betrokken bij dit onderzoek die momenteel actief zijn in de beleggingsmarkt, namelijk:

- NL Woningfondsen B.V. (hierna: NL Woningfondsen);
- Vastgoed Syndicering Nederland N.V. (hierna: VSN);
- Holland Immo Group (hierna: Holland Immo);
- Credit Linked Beheer B.V. hierna: Credit Linked);
- Duinweide Investerings N.V. (hierna: Duinweide).

Uit een artikel in PropertyNL blijkt dat vier van bovenstaande fonds initiatoren zich in de 10 top aanbieders van vastgoedparticipaties bevinden (Enk, 2020). Daarbij maken zij op basis van belegd vermogen 66% uit van de top 10.

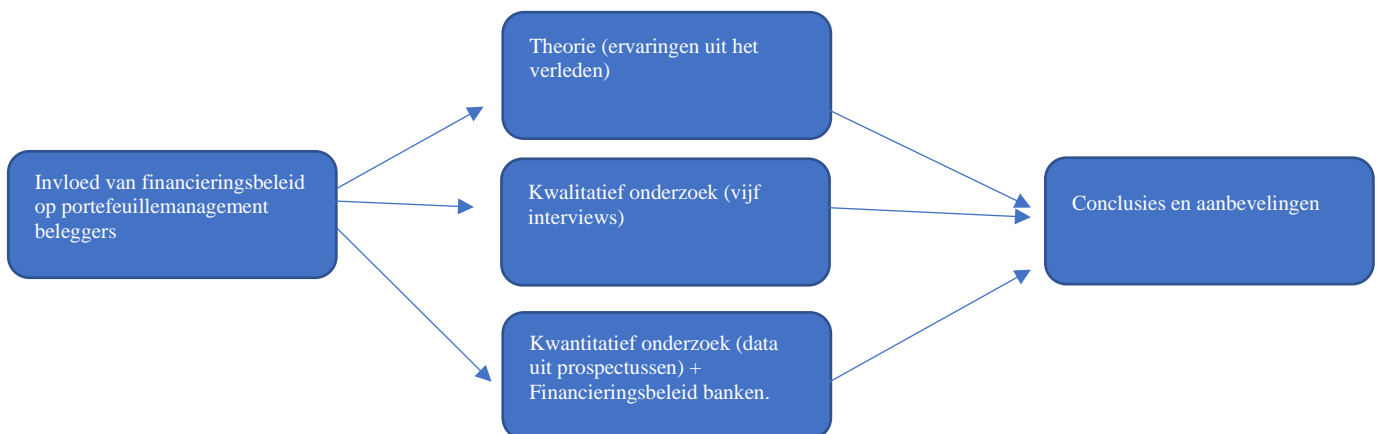
Voor het kwalitatieve onderzoek zullen er interviews afgenomen gaan worden met vijf initiators/beheerders van de vastgoedfondsen. Voor het kwantitatieve deel van het onderzoek zal er data worden gehaald uit gepubliceerde prospectussen van de fondsen waarmee ook met de fondsinitiators de interviews worden gehouden. De prospectussen zijn veelal eenvoudig te raadplegen via internet en verschaffen een schat aan informatie omtrent de financiering, het vastgoed en het beleid van de fondsbeheerder.

1.5 Conceptueel model

In onderstaand figuur 1 is het conceptueel model weergegeven voor onderhavige scriptie.

Figuur 1

Conceptueel model (eigen bewerking)



1.6 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt het theoretisch kader van deze scriptie beschreven. Hierin wordt de relevante literatuur aangehaald waarbij wordt gekeken naar de geschiedenis en de huidige staat van de Nederlandse (vastgoed)beleggersmarkt alsmede het financieringsbeleid van bancaire financiers. Tot

slot worden theorieën over de invloed van financieringsbeleid op portefeuillemanagement bekeken en worden de (voorlopige) hypothesen en verwachtingen geschetst.

In hoofdstuk 3 wordt stilgestaan bij de manier waarop dit onderzoek zal worden uitgevoerd en welke onderzoeksmethoden zullen worden ingezet. Tevens zal er worden gemotiveerd waarom er is gekozen voor de ingezette werk werkwijze. In hoofdstuk 4 zullen de uitkomsten van zowel het kwalitatieve als het kwantitatieve onderzoek worden beschreven en geanalyseerd waarbij het kwalitatieve gedeelte zal bestaan uit interviews met fondsmanagers en het kwantitatieve gedeelte uit analyses van prospectussen. Tot slot worden in hoofdstuk 5 de conclusies en aanbevelingen van het onderzoek beschreven en zal er gereflecteerd worden op het onderzoek.

2. Theoretisch kader

Om de inhoud van deze scriptie goed te kunnen plaatsen zal dit hoofdstuk starten met afbakening van de belangrijkste begrippen uit de probleemstelling en onderzoeksvragen, de begripsbepaling. Om goed te kunnen begrijpen waarom de hedendaagse vastgoedbeleggingsmarkt is zoals hij is, is het belangrijk om ook (kort) stil te staan bij de geschiedenis ervan. In dit hoofdstuk wordt een samengevat beeld gegeven van de historie van beleggen waarbij de nadruk zal worden gelegd op vastgoedbeleggingen. Vervolgens zal de huidige Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt nader worden beschreven om daarmee een basis te leggen voor de wetenschappelijke verantwoording van dit onderzoek. Ook ten aanzien van het onderwerp financieringsbeleid zal in eerste instantie ingezoomd worden op de geschiedenis om vervolgens te kijken naar de huidige situatie. Tot slot zullen er op basis van de verzamelde theorie hypothesen en verwachtingen worden beschreven ten aanzien van de centrale vraag.

2.1 Begripsbepaling

Voor de leesbaarheid van onderhavige scriptie is onderstaand een korte begripsbepaling opgenomen met daarin de beschrijvingen van de belangrijkste begrippen:

Beleggen:	“Beleggen kan worden omschreven als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/of waardeinstijging van het vermogen.” (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2013, pp. 24)
Particuliere belegger:	Mensen die niet beroepsmatig beleggen, zoals individuele beleggers, ondernemer of families, die hun eigen vermogen verstandig willen beleggen (Kerdel & Schukken, 2014).
Residentiële vastgoedfondsen	Met residentiële vastgoedfondsen worden in onderhavige scriptie fondsen bedoeld die beleggen in woningen en waarin particuliere beleggers kunnen deelnemen.
Privaat indirect onroerend goed	Betreffen onroerend goedfondsen die niet via de beurs worden verhandeld, maar in private sfeer (Van Gool et al., 2013). Uit In deze scriptie wordt ‘vastgoedfonds’ als synoniem gebruikt voor ‘privaat indirect onroerend goed’.
Financier	In onderhavige scriptie wordt met de financier een bancaire geldverstrekker bedoeld.
Financieringsvoorwaarden	Dit betreffen de voorwaarden op basis waarvan een financier bereid is een lening te verstrekken waaronder, maar niet uitsluitend, het rentepercentage, de hoogte van de aflossing, convenanten, etc..

2.2 De Nederlandse (vastgoed)beleggingsmarkt

2.2.1 De geschiedenis van de Nederlandse (vastgoed)beleggingsmarkt

De geschiedenis van beleggen gaat honderden tot duizenden jaren terug. In de oude samenlevingen van Mesopotamië, Griekenland, Rome en China is de geschiedenis van formele investeringen gestart. De economie zag er destijds echter heel anders uit dan de hedendaagse economie: investeringen waren het exclusieve voorrecht van de ‘machtse elite’, er werd enkel geïnvesteerd in land en slaven. Leningen waren destijds vaak beperkt of zelfs verboden.

De decennia erna groeide de beleggingsmarkt langzaam, maar gestaag. In de middeleeuwen (ca. 500 tot 1500) en in de renaissance (ca. 1300 tot 1600) was er een grote opkomst in het bouwen van steden, met name in Italië en Engeland. Privaat vermogensbeheer, zoals we dat hedendaags kennen, begon dan ook gedurende de middeleeuwen in Europa. Destijds begonnen de rijke leden van de elite

namelijk vaker hun land te verkopen ten behoeve van de bouw van steden (Reamer & Downing, 2017). Europa ontwikkelde zich snel tot de leidende markt op financieel gebied. De stad Amsterdam had van ca. 1600 tot ca. 1800 de meest leidende positie van de financiële markt.

Uiteindelijk hebben drie ontwikkelingen geleid tot de huidige/moderne manier van investeren:

1. Naamloze vennootschappen: in de zeventiende en achttiende eeuw nam internationale handel een vlucht. De Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC) was de eerste naamloze vennootschap met vrij verhandelbare aandelen (Van Oostvoren & Rijnhout, 2006). De VOC had drie overeenkomsten met hedendaagse bedrijven, namelijk: scheiding tussen eigendom en management, beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders en de mogelijkheid tot het overdragen van aandelen (De Jong, Jonker, & Röell, 2013).
2. Openbare markten: de uitgifte van vrije verhandelbare aandelen ontketende in de VOC-tijd een baanbrekende ontwikkeling voor de openbare kapitaalmarkt. Men werd hierdoor in de gelegenheid gesteld om aandelen te verhandelen. Dit wordt ook wel gezien als de start van de hedendaagse aandelenbeurs (Petram, 2013).
3. Industriële revolutie: in de achttiende en negentiende eeuw ontstond er door de industriële revolutie een overschot aan productie waardoor mensen eerder in de mogelijkheid werden gesteld om te stoppen met werken. Dit zorgde voor het eerst in de geschiedenis voor pensioneringsmogelijkheden, de opkomst van pensioenfondsen en een sociaal zekerheidsstelsel. Los van de maatschappelijke relevantie zorgde het ook voor een enorme groei aan nieuwe investeringen en financiële producten zoals spaarrekeningen, levensverzekeringen en beleggingsfondsen. Hiermee ging een enorme groei van de financiële sector gepaard (Reamer & Downing, 2017).

Bovenstaande drie ontwikkelingen zorgden ervoor dat de beleggingsmarkt niet alleen meer toegankelijk was voor de elite, maar ook voor (individuele uit) de middenklasse. Zij boorden hiermee een nieuwe bron van welvaart aan (Reamer & Downing, 2017).

De voornoemde ontwikkelingen zijn altijd onderhevig geweest aan (economische) crisissen. In de twintigste en eenentwintigste eeuw hebben er meerdere economische crisissen plaatsgevonden die uiteraard ook van invloed zijn geweest op de beleggingsmarkten van destijds. Om het gedrag van beleggers, vanuit het theoretisch kader, zo goed mogelijk te begrijpen wordt er stil gestaan bij de drie meeste bekende economische neergangen van de afgelopen honderd jaar.

In de jaren '30 vond 'de Grote Depressie' plaats, die is ontstaan in Verenigde Staten. In de jaren voor de depressie kende de Verenigde Staten, maar ook andere Westerse landen zoals Nederland, een hoogconjunctuur. In die periode stegen de koersen van de aandelen en andere effecten tot enorme hoogten. Ook de vastgoedmarkt liet een forse stijging zien. De onderliggende economie voer echter niet op diezelfde koers mee. In de zomer van 1929 krompen veel bedrijven in en begonnen de eerste bedrijven failliet te gaan. Toen in oktober 1929 de aandelen fors begonnen te dalen, zorgde dit voor paniek bij de beleggers waardoor zij hun aandelen direct wilden verkopen. Het gevolg hiervan was dat er een extreme daling van de koersen ontstond. Er was tevens sprake van deflatie en de woningmarkt verzwakte. Het duurde uiteindelijk 25 jaar voordat de aandelen weer op hetzelfde koersniveau waren als voor deze grote depressie (Galbraith, 2009). Ook de periode van 1950 tot 1973 werd gekenmerkt door een sterke economische groei waardoor ook de energieconsumptie fors steeg. In begin jaren '70 verhoogde de Arabische landen hun olieprijs fors. Tevens verminderden zij hun productie waardoor de prijs per vat enorm steeg. Omdat veel sectoren van olie afhankelijk waren, had dit wereldwijd veel invloed op de economie. Deze ontwikkeling leidde tot stagflatie: "een combinatie van een stagnerende economie en inflatie" (Ebbers, 2005, p. 82). Dit houdt in dat de prijs van diverse goederen (fors) toeneemt, maar de consumptie afneemt. In de eerste instantie leek de oliecrisis de huizenmarkt niet te raken. Echter aan het einde van de oliecrisis, omstreeks 1980, waren er verschillende factoren die ten grondslag lagen aan het begin van een dalende woningmarkt: uitkeringen en lonen daalden,

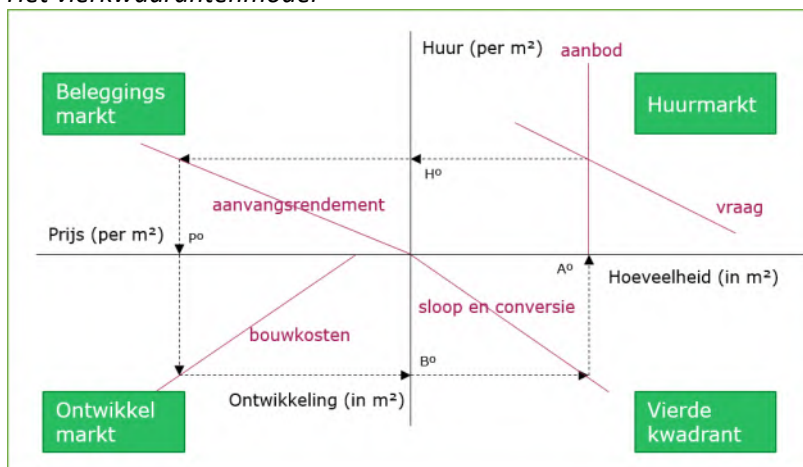
de angst in de markt nam toe en doordat de woningprijzen in de voorgaande periode fors was gestegen waren de lasten toegenomen. De betaalbaarheid van woningen was sterk afgenomen en door stijgende werkloosheid zetten steeds meer mensen hun woning te koop. Hierdoor was het verschil in huizenprijzen tussen het hoogtepunt van de markt en het dieptepunt van de markt circa 45% (Centraal Planbureau, 2018). In de opvolgende circa 25 jaar stegen de woningprijzen weer als gevolg van onder meer een lage hypotheekrente en het toegenomen vertrouwen in de economie. Toen in 2008/2009 in Nederland de economische crisis begon kromp de Nederlandse economie fors. Ook de AEX liet een flinke daling zien, op 31 december 2008 was de AEX vergeleken met een jaar ervoor 52% gedaald. Door de toegenomen werkloosheid, een laag consumentenvertrouwen en onzekerheid over de toekomst van de hypotheekrenteaftrek ging de woningmarkt “op slot”. Op het dieptepunt van de crisis lag de gemiddelde huizenprijs circa 21% lager dan op de top (Centraal Bureau voor de Statistiek, 2018).

De twintigste eeuw kenmerkte zich door historische ontwikkelingen op het gebied van macro-economische en financiële theorieën. De macro-economie houdt zich bezig met de economie in haar geheel in tegenstelling tot de micro-economie die zich richt op individuele agenten (afzonderlijke gezinnen en bedrijven). Voor de twintigste eeuw werd er geen onderscheid gemaakt tussen micro- en macro-economie. In de twintigste eeuw werd er door de opkomst van de macro-economische theorie gekeken naar de samenhang tussen economische onderwerpen zoals inflatie, reëel inkomen, werkloosheid en werkgelegenheid, de rentevoet, de wisselkoers, saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans en de overheidsschuld (Heylen, 2014). Deze nieuwe inzichten zorgden voor een andere blik op de beleggingsmarkt: er werd op basis van meer overstijgende en analytische modellen geïnvesteerd. Deze ontwikkeling gold voor de volledige beleggingsmarkt en dus niet alleen voor de vastgoedbeleggingen. Ten aanzien van de vastgoedmarkt zijn er in de twintigste eeuw verschillende theorieën en modellen ontwikkeld. Een veelgebruikt model is het ‘vierkwadrantenmodel’ van DiPasquale & Wheaton, zoals weergegeven in figuur 2. Dit model wordt tot op heden gezien als het meest logische model om de dynamiek en samenhang van de vastgoedmarkt weer te geven. In het model wordt onderscheid gemaakt tussen vier kwadranten, te weten:

1. huurmarkt;
2. beleggingsmarkt;
3. ontwikkelmarkt;
4. vierde kwadrant.

Figuur 2

Het vierkwadrantenmodel



Noot. Herdrukt van “Onroerend goed als belegging”, door Van Gool et al, p. 52, Groningen/Houten: Noordhoff

Het model laat zien dat een externe verandering van invloed kan zijn op één van de drie deelmarkten waarbij als gevolg ook de andere deelmarkten worden geraakt (Van Gool et al., 2013). Een gevolg van de COVID-19 crisis zou bijvoorbeeld kunnen zijn dat veel Retail winkels failliet gaan en niet terug keren in het winkellandschap. Hierdoor zal op korte termijn het aanbod van de hoeveelheid winkel vierkante meters toenemen, wat zorgt voor een daling van het huurniveau (kwadrant 1). Een bijkomend gevolg is een daling van de prijzen in de beleggingsmarkt (kwadrant 2). Dit heeft tevens effect op verlaging van de bouwproductie (kwadrant 3). Op de lange termijn zal dit betekenen dat winkelruimtes in hogere mate worden gesloopt of getransformeerd (kwadrant 4).

2.2.2 De huidige Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Hedendaags is beleggen alom aanwezig. Dagelijks verwijst vele berichtgeving naar de beleggersmarkt en is vrijwel iedereen direct of indirect verbonden aan beleggingen. Bij een directe verbintenis kan worden gedacht aan het kopen van aandelen of beleggen in vastgoed en bij een indirecte verbintenis kan worden gedacht aan lidmaatschap bij een pensioenfonds die vervolgens het geld investeert in allerlei investeringscategorieën. Vastgoedbeleggers kunnen grofweg worden verdeeld over verschillende groepen:

- Institutionele beleggers (zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen);
- Particuliere beleggers (zoals beleggers die beleggen vanuit privé of via een vennootschap);
- Buitenlandse beleggers.

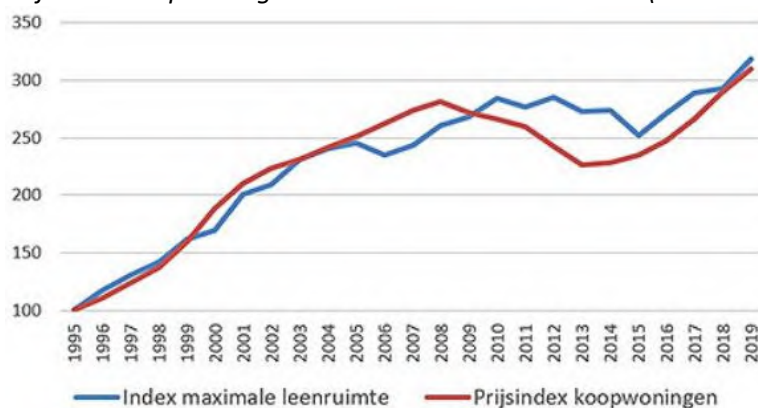
Allen kunnen zowel direct in het vastgoed investeren of via bijvoorbeeld beleggingsfondsen.

Prijzontwikkeling op de Nederlandse woningmarkt.

Uit een artikel van de De Nederlandsche Bank N.V. (hierna: DNB, 2020) blijkt dat de woningprijzen in de afgelopen 25 jaar gemiddeld genomen ongeveer verdrievoudigd zijn. Ondanks dat dit artikel gaat over leegwaardes en niet over (verhuurde)woningpakketten geeft het wel een goed beeld van de ontwikkeling binnen de markt. In onderstaande figuur is de ontwikkeling weergegeven en is tevens de maximale leenruimte (voor particulieren) meegenomen. Uit het onderzoek van de DNB blijkt namelijk dat de stijging van de woningprijzen sterk samenhangt met de daling van de Nederlandse hypotheekrente (van ca. 7% in 1995 tot 2% in 2020) en de daarbij behorende ruimere financieringsmogelijkheden. In het figuur is goed terug te zien dat na de financiële crises van 2007/2008 de woningprijzen zijn gaan dalen waarbij het dieptepunt medio 2013 lag.

Figuur 3

Prijzindex koopwoningen versus maximale leenruimte (1995=100)



Noot. Herdrukt van “Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort”, door DNB, 2020, *DNBulletin*.

Naast de daling van de hypotheekrentes zijn tevens de spaarrentes de afgelopen jaren sterk gedaald. Uit een artikel van RTL Nieuws (2020) blijkt dat bij de Rabobank en ING vanaf € 250.000,- aan spaargeld er een negatieve rente verschuldigd is en bij Triodos vanaf € 100.000,-. Dit zorgt er voor dat steeds meer mensen hun spaargeld gaan beleggen teneinde meer rendement te maken. Hierdoor zal er genoeg worden genomen met lagere rendementen, wat ook zijn effect heeft op de vastgoedprijzen. Exacte gegevens over het aantal beleggers in vastgoedfondsen is niet beschikbaar. Echter is er wel een trend zichtbaar waarbij steeds meer particulieren gaan beleggen. Eind 2020 waren er 1,75 miljoen beleggende huishoudens, 17% meer dan het jaar daarvoor (IEXGeld, 2020).

Verhoging overdrachtsbelasting

Per 1 januari 2021 is de overdrachtsbelasting die betaald dient te worden voor woningen die verhuurd worden gestegen van twee procent naar acht procent (Rijksoverheid, 2020). Omdat deze wijziging relatief recent heeft plaatsgevonden is er nog geen informatie vanuit de theorie beschikbaar over de feitelijk gevolgen voor de vastgoedmarkt. Er zijn partijen die vrezen dat dit een negatieve invloed heeft op de woningmarkt(prijzen) (Huisman, 2020).

2.3 Nederlandse vastgoedfondsen

2.3.1 De (ontstaans)geschiedenis van Nederlandse vastgoedfondsen

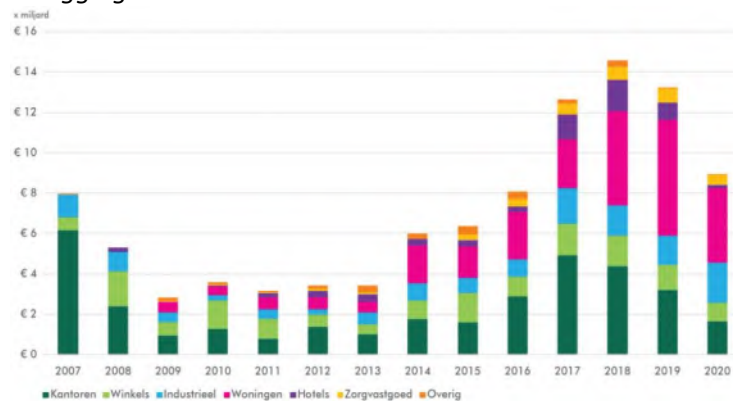
Het is lastig om te achterhalen wanneer de eerste vastgoedfondsen waarin particuliere beleggers kunnen participeren precies zijn ontstaan. In zijn algemeenheid worden de winkelmaatschappen van Vastned (omstreeks 1980) gezien als de eerste vastgoedparticipatiefondsen (Van Kooten, 2010). Vanaf begin 2000 nam het aantal vastgoed beleggingsfondsen voor particulieren sterk toe mede door de veranderde regelgeving die in 2005 werd geïntroduceerd middels de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb). Deze wet maakte het voor fondsaanbieders makkelijker om fondsen te initiëren en aan te bieden aan particuliere beleggers.

2.3.2 Het aandeel van vastgoedfondsen in de huidige beleggingsmarkt

Uit verschillende bronnen, zoals Capital Value (2018) en Nieboer (2009), komt naar voren dat woningen erg in trek zijn onder vastgoedbeleggers vanwege het aantrekkelijke rendement, het lage risico en de verwachte bevolkings-/huishoudensgroei. Uit een artikel van PropertyNL (Enk, 2020) blijkt dat de tien grootste fondsaanbieders in totaal € 5,2 miljard hadden belegd in vastgoed waarvan 63,1% woningen. In onderstaande figuur (figuur 1) is te zien dat het beleggingsvolume in woningvastgoed na de kredietcrises fors is toegenomen.

Figuur 4

Beleggingsvolume eerste drie kwartalen



Noot. Herdrukt van “Vastgoedbeleggingsvolume minimaal € 15 miljard in 2020”, door CBRE. 2020, 21 oktober. Geraadpleegd van <https://nieuws.cbre.nl/vastgoedbeleggingsvolume-minimaal-15-miljard-in-2020/>

Om exact te bepalen hoeveel woningen in eigendom zijn van vastgoedfondsen is het van belang om eerst de totale woningmarkt in kaart te brengen. Uit data over de woningvoorraad van het Centraal Bureau voor de Statistiek (2020) blijkt dat de totale voorraad in 2020 uit ca. 7,9 miljoen woningen bestaat.

Uit een artikel in de Vastgoedmarkt (Vries, december 2020) blijkt dat van de totale woningvoorraad 57% in handen is van eigenaren die op hetzelfde adres wonen. Dit percentage kan dus worden gezien als de koopwoningmarkt. Het eigendom van de overige 43% is door het Kadaster gecategoriseerd in de volgende groepen:

- Woningcorporatie (29%);
- Particuliere investeerder (8%), bestaande uit twee subcategorieën:
 - natuurlijke personen (6%);
 - niet natuurlijke personen (2%);
- Tweede woning (2%);
- Onbekend/over (4%).

Vastgoedfondsen vallen binnen de categorie *particuliere investeerders, niet natuurlijke personen*. Deze groep bezit dus 2% van de totale woningvoorraad zijnde circa 160 duizend woningen. Het aandeel van (particuliere) vastgoedfondsen in voornoemde 2% is echter niet exact bekend. Een belangrijke reden hiervoor is dat vastgoedfondsen niet als zodanig te herleiden zijn vanuit het Kadaster. Dit vanwege de (juridische) structuur van dergelijke fondsen. Maters (2016) beschrijft: “Op grond van art. 4:37j Wft dient de juridische eigendom van een beleggingsfonds te worden gehouden door een entiteit, de bewaarder, met als enig statutair doel het houden van de juridische eigendom van de activa van één of meer beleggingsfondsen, al dan niet tezamen met het bewaren en administreren van de activa” (p.35). In het Kadaster zijn enkel de juridische eigenaren van het vastgoed zichtbaar en is dus niet het fonds erachter te zien. Dit verklaart waarom het exacte aantal woningen in bezit van vastgoedbeleggingsfondsen niet bekend is. Ook uit andere literatuur is deze informatie niet goed te achterhalen. Dit wordt in een onderzoek naar de omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt onderschreven (Klapwijk et al, 2017).

2.3.3 Prestatiemeting vastgoedfondsen

Om de prestaties te meten van vastgoedfondsen wordt primair gekeken naar het behaalde rendement. Hierbij zijn er verschillende varianten die in onderstaande sub paragrafen worden beschreven.

2.3.3.1 Totaal beleggingsrendement

Het totale beleggingsrendement is samengesteld uit het directe en het indirecte rendement. Het directe rendement wordt berekend door de inkomsten (in geval van vastgoedfondsen de verhuuropbrengsten) minus kosten voor de exploitatie van het vastgoed en eventuele leninglasten te delen door het eigen vermogen. Hierbij is zowel een goede inschatting van de (toekomstige) huren evenals een inschatting van de toekomstige exploitatiekosten er belangrijk. Om een goede vergelijking te kunnen maken tussen de diverse fondsen is het belangrijk om te kijken naar de Total Expense Ratio (TER). Deze ratio wordt berekend door de totale kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde bij aanvang van het fonds. (Verhoef, 2007)

2.3.3.2 Direct uitkeerbaar rendement

Het direct uitkeerbaar rendement (soms ook wel het cash-rendement genoemd) betreft het bedrag dat jaarlijks wordt uitgekeerd vanuit het exploitatierendement en na aflossing aan de financier. Enkele fondsen kiezen er ook voor om dit rendement al uit te keren vanuit de aangetrokken gelden en op basis van het verwachte exploitatieresultaat (velzing-vastgoed).

2.3.3.3 Internal Rate of Return

De Internal Rate of Return is een belangrijke ratio die rekening houdt met de tijdswaarde van geld en het moment waarop het geld beschikbaar komt. Deze methode geeft inzicht in de gevoeligheid voor schommelingen in het rendement en in de kasstromen. De IRR is dus het rendement dat over de gehele exploitatieperiode van het vastgoed wordt gerealiseerd. Hierbij zijn de belangrijkste kasstromen de aankoopprijs van het vastgoed, de jaarlijkse cashflow en de exitwaarde van het vastgoed. Een theoretische beperking van de IRR is, dat er wordt uitgegaan dat de vrijgekomen kasstromen tegen hetzelfde rendement (als de IRR) kan worden herbelegd. Dit is vaak echter niet het geval. Daarom bestaat er ook de Modified Internal Rate of Return (MIRR) (Van Gool et al., 2013). Bij de MIRR kan het herbeleggingsrendement tegen een afwijkend percentage worden meegenomen (vaak lager).

2.3.3.4 Gemiddeld exploitatierendement

Bij het gemiddeld exploitatierendement worden de huurinkomsten minus de exploitatiekosten over de looptijd van een belegging (bij veel fondsen 7 tot 10 jaar) gedeeld door het eigen vermogen.

2.3.3.5 Gemiddeld totaal rendement

Bij deze methode wordt het directe en het indirecte rendement bij elkaar opgeteld en gedeeld door de looptijd van de investering. Nadeel van deze methode is dat vooral de toekomstige waarde van het vastgoed (het indirecte rendement) lastig te voorspellen is. Op basis van aannames kan hiermee eenvoudig een hoog verwacht gemiddeld totaal rendement worden afgegeven. (ABN AMRO, z.d.)

2.4 Bancair financieringsbeleid

2.4.1 De geschiedenis van bancaire financieringsbeleid

Schuld: "financiële verplichting tegenover een ander: een schuld aangaan, vereffenen, betalen; zich in de schulden steken schulden aangaan"

(Van Dale, 2020)

De geschiedenis van financieren en het aangaan van schulden gaat duizenden jaren terug. Om schuld te kunnen begrijpen is het belangrijk om de drie belangrijkste functies van geld te onderscheiden, namelijk geld als ruilmiddel, als opslag van waarde en als rekenmiddel. (Alblas, Thuis, & Kokke, 2016). De oorsprong van het uitlenen van geld (financieren) wordt vaak teruggelid naar het oude Babylonië en Egypte in ca. de 18e eeuw voor Christus, waarbij waardevolle spullen als onderpand in bewaring werden gegeven bij tempels waarbij er geld geleend kon worden. Dit betrof dan geen munten of briefgeld zoals we het nu kennen maar o.a. vee, zout, thee, kralen of schelpen. Rond 700 v.Chr. werd het eerste muntgeld gemaakt. De goudsmiden die de munten maakten namen ook munten van anderen in bewaring (in deposito). In een boek werd bijgehouden wie hoeveel munten in bewaring had gegeven, diegene die de munten in bewaring had gegeven kreeg hier vervolgens een papieren bewijs van (waarmee later het geld weer kon worden opgehaald). Al vrij snel werden deze papieren bewijzen door de mensen gebruikt om elkaar te betalen (zonder dus eerst de munten op te halen). Omdat niet iedereen tegelijk zijn munten kwam ophalen konden de goudsmiden meer papieren bewijzen uitgeven dan dat het munten in bewaring had. Op deze manier ontstonden de eerste leningen en traden de goudsmiden op als bank (De Nederlandsche Bank [DNB], 2016, pp. 22-23). De eerste bank in Nederland was De Amsterdamsche Wisselbank. Deze bank is in 1609 opgericht (Dekkers, 2009). Inmiddels kent Nederland meer dan 40 banken.

Zoals in paragraaf 2.2 is beschreven, is investeren/beleggen door de tijd steeds meer toegenomen. In de jaren '50 toonde onderzoek van Modigliani en Miller (1958) echter aan dat het gebruik van een financiering geen enkele invloed had op investeringen. Hierbij liet men echter de belastingverplichtingen en renteversillen buiten beschouwing evenals kosten van faillissement. In een later artikel van dezelfde auteurs (1963) wordt er wel rekening gehouden met de belasting.

Hierdoor zou het wel aantrekkelijker worden om met vreemd vermogen te financieren. Wanneer er echter te veel gefinancierd wordt neemt de kans op faillissement toe (door toenemende rentekosten). Bij een hogere financiering zullen geldverstrekkers dus een hogere renteopslag eisen. Door voorgaande ontstaat er dus een afruil. Door Wikipedia wordt dit treffend omschreven als “samen tot een compromis komen waarbij beide partijen iets krijgen en beide partijen iets verliezen” (Wikipedia, z.d.). Kort samengevat betekent dit dus dat een belegger op zoek zal gaan een juiste mix van vreemd vermogen en eigen vermogen en zullen financiers ook eveneens op zoek zijn naar de juiste mix van het verstrekken van vreemd vermogen en de vergoeding die zij daar voor krijgen ten opzichte van het risico dat zij lopen. Daarnaast zal een financier ook de lening structureren middels convenanten om voldoende ingrijpmomenten te creëren, zoals reeds eerder is beschreven.

Zoals in voorgaande alinea is vermeld zal een bank haar financiering zodanig conditioneren dat de kans dat zij haar uitgeleende geld niet terug krijgt zo klein mogelijk wordt. Ondanks dat voorgaande logisch lijkt, is het in de jaren '30 van de vorige eeuw pas vormgegeven in akkoorden die zijn opgesteld door de Bank for International Settlements (BIS). Deze afspraken en regels (kapitaalseisen) moesten er voor zorgen dat banken gezonde solvabiliteitsratio's aanhielden zodat een bank voldoende garantievermogen heeft om eventuele kredietverliezen op te vangen. Omstreeks 1988 werd het Basel-I systeem ingevoerd. Samengevat zorgde deze regelgeving er voor dat een bank 8% aan garantievermogen aan moest houden. Hierbij werd er afhankelijk van de afgegeven zekerheden, bijvoorbeeld een eerste recht van hypotheek, een korting gegeven op het percentage waarvoor het krediet meetelde. Dit worden de Risk Weighted Assets (risico gewogen activa) genoemd (Fransman & Van Tilburg, 2016). Ondanks de Basel akkoorden heeft de kredietcrises in 2007/2008 laten zien dat vastgoedfinanciering niet zonder risico is. In binnen- en buitenland zijn door de vastgoedlening portefeuilles banken omgevallen of in forse problemen gekomen zoals in Nederland de SNS Bank en Rabobank/FGH. In diverse gevallen heeft de overheid in moeten grijpen om te zorgen dat het financiële systeem niet in gevaar kwam. Naar aanleiding van de problemen in de vastgoedportefeuilles van diverse banken is door de DNB in 2013 een onderzoek gestart naar de vastgoedportefeuilles van de drie grootbanken, de asset quality review (AQR). Een soortgelijk onderzoek werd vervolgens ook door de ECB uitgevoerd in 2014. De bevindingen van beide onderzoeken waren dat de taxaties onder niveau waren en dat de banken te weinig kapitaal aanhielden. Als gevolg hiervan zijn de kapitaalseisen en voorzieningen bij de banken verhoogd (Hilbers, & Nijskens, 2017).

2.4.2 Het huidige bancaire financieringsbeleid

Uit verschillende bronnen blijkt dat banken na de crisis terughoudender zijn geworden in het financieren van vastgoed. KPMG brengt jaarlijks de property lending barometer uit waarin de tendensen van vastgoedfinanciering worden onderzocht in 14 Europese landen. Uit dit onderzoek komt naar voren dat banken minder interesse hebben in vastgoedfinancieringen door de veranderende kapitaalseisen en omdat zij al een relatief groot aandeel vastgoedfinancieringen op de balans hebben staan. Desondanks wordt vastgoed nog wel steeds van groot commercieel belang geacht. (KPMG, 2020) Doordat banken kritischer zijn geworden, zijn zij terughoudender in het financieren van hotel vastgoed, Retail vastgoed en kantoren zoals in januari 2020 al werd beschreven in een artikel van de Vastgoedmarkt (Wiegerinck, 2020) Deze ontwikkeling was al gaande maar is door corona versterkt, zoals ook blijkt uit een later artikel in de Vastgoedmarkt (Paling, 2020).

Inmiddels wordt er gewerkt aan Basel IV, wat van invloed zal zijn op het toekomstige financieringsbeleid van banken. Enkele van de belangrijkste punten uit dit akkoord zijn dat er meer gebruikt wordt gemaakt van standaardbenaderingen in plaats van eigen interne risicomodellen en dat er een ondergrens wordt ingesteld waarbij banken eigen risicomodellen mogen gebruiken maar dat deze nooit onder de 72,5% mogen komen van de standaardbenadering (Nederlandse Vereniging van Banken, z.d.). Omdat veel Nederlandse banken gebruik maken van interne risicomodellen en omdat zij veel laag-risico producten hebben zoals hypotheek zal de Basel IV regelgeving veel impact hebben.

Deze nieuwe regels zullen in 2027 ingaan en hebben als gevolg dat Nederlandse banken flink hogere buffers moeten aanhouden. Een artikel van PwC (M'Barki, z.d.) beschrijft dat wordt verwacht dat het aanhouden van meer kapitaal door de banken er voor zal zorgen dat de rentes omhoog gaan en dat andere partijen (zoals verzekeraars) meer marktaandeel zullen krijgen in segmenten die minder aantrekkelijk worden voor banken.

Zoals eerder beschreven is de hoogte van financiering van belang voor het (directe)rendement dat fondsen hun participanten kunnen bieden. Daarnaast zijn echter ook de huidige e financieringsvoorwaarden van invloed. De voorwaarden hebben betrekking op verschillende aspecten, zoals de kwaliteit van de kredietnemer, de rationale van de transactie en verschillende zekerheden die gegeven kunnen worden ten behoeve van de financiering. In onderstaande sub paragrafen zal kort worden stilgestaan bij de huidige criteria die worden gebruikt.

2.4.2.1 Kwaliteit van de kredietnemer

De beoordeling van een financieringsaanvraag begint met een beoordeling van de kredietnemer. Onderdeel van deze beoordeling is een achtergrondcheck op de initiators van een fonds en op de participanten waarbij over het algemeen participanten die meer dan 25% van de participaties in bezit hebben worden aangemerkt als een 'ultimate beneficial owner' (UBO), ook wel uiteindelijk belanghebbende genoemd (AFM, z.d.). Tevens wordt daarbij gekeken naar het track-record van de fondsinitiator en zijn positie in de markt.

2.4.2.2 Rationale van de transactie

Voor de financier is het belangrijk dat er informatie wordt ingewonnen over het doel en de boogde aard van de financiering. Op deze manier kan de financier eventuele risico's van de financiering aan de kredietnemer inschatten. Vragen die hierbij beantwoord dienen te worden zijn onder andere: wie is de koper, wat is het doel van de aankoop, waarom is het krediet benodigd, waarvoor gaat het precies gebruikt worden en past het binnen de beleidsregels van de financier? Een deel van deze informatie zal meestal voortkomen het contact met de kredietnemer. Daarnaast zal de financier ook haar eigen onderzoek doen door middel van het raadplegen van diverse (openbare) bronnen. (AFM, 2020).

2.4.2.3 Zekerheden

Eén van de belangrijkste onderdelen van kredietverstrekking is het mitigeren van risico's. De financier wil er zeker van zijn dat hij zijn uitgeleende geld aan het einde van de looptijd van de lening terugkrijgt. Daarom worden er diverse zekerheden afgegeven door de kredietnemer en zal de financier in veel gevallen bepaalde afspraken maken (convenanten) om ervoor te zorgen dat het risico op kredietverlies zo klein mogelijk is. Enkele veelgebruikte zekerheden bij financieren voor vastgoedfondsen zijn:

- **Recht van hypotheek.** Middels een hypotheekrecht (eerste, tweede, etc.) krijgt de bank het vastgoed in onderpand voor de lening. Indien de kredietnemer niet meer aan zijn of haar betaalverplichtingen kan voldoen kan de financier, zonder een gerechtelijke uitspraak, overgaan tot het verkopen van het onderpand om hiermee de lening terug te betalen. (Marks Wachters notarissen, z.d.)
- **Verpanding van de huurpenningen** Een verpanding van de huurpenningen geeft de financier de mogelijkheid om de huurder direct de huurpenningen naar de financier te laten overmaken. Hiermee wordt de kredietnemer een soort van buitenspel gezet en heeft de financier rechtstreeks grip op de huurinkomsten, waarmee vervolgens de dienst der lening (rente en aflossing) kan worden voldaan. (Gubbels, z.d.).

- **Verpanding van de verzekering penningen** Veel financiers zullen als voorwaarde stellen dat de onderpanden adequaat verzekerd dienen te zijn. Mocht een pand onverhoopt bijvoorbeeld afbranden dan heeft de financier het eerste recht op de verzekeringsgelden. (Gubbels, z.d.).

Naast de bovengenoemde zekerheden zal de financier aan de hand van bepaalde ratio's veelal convenanten overeenkomen met de geldnemer. Indien aan een bepaalde conventant niet wordt voldaan dient er bijvoorbeeld extra te worden afgelost en in het uiterste geval is de lening opeisbaar. Enkele veelgebruikte ratio's hiervoor zijn:

- **Interest Coverage Ratio (ICR)**. Deze ratio wordt berekend door de netto huurinkomsten te delen door de rentelasten.
- **Debt Service Coverage Ratio (DSCR)**. Deze ratio wordt berekend door de netto huurinkomsten te delen door de rentelasten plus de (reguliere)aflossing.
- **Debt Yield (DY)** ratio. Deze ratio wordt uitgedrukt in procenten en berekend door de netto huurinkomsten te delen door de totale uitstaande lening schuld.
- **Loan to Value (LTV)**. De LTV wordt uitgedrukt in procenten en wordt berekend door de totale hoofdsom aan schulden te delen door de marktwaarde van het vastgoed.

2.6 (voorlopige)hypothese en verwachtingen

In de voorgaande paragrafen is te lezen dat het aantrekken van een bancaire financiering een positieve invloed heeft op het te verwachte rendement. Er moet echter tegelijkertijd wel rekening mee worden gehouden dat de hoogte van de financiering van invloed is op het risicoprofiel. Naar aanleiding van de informatie uit het theoretisch kader is de verwachting dat banken minder hoge financieringen zullen verstrekken dan vroeger, omdat uit de literatuur blijkt dat de meest recente financiële crisis van 2007/2008 heeft gezorgd voor verscherpt financieringsbeleid. Dit verscherpte financieringsbeleid is het gevolg van de veranderde regelgeving (Basel III) en van de lessen die zijn getrokken uit de financiële crisis. Daarnaast is de verwachting dat vastgoedfondsen op zoek zullen blijven gaan naar de maximale financiering die zij passend achten bij residentieel vastgoed. De verwachting is dat vastgoedfondsen bij voorkeur een hogere leverage zouden wensen dan dat op dit moment door de banken wordt geboden. De verwachting is dat de maximale leverage van fondsen is gedaald als gevolg van het strengere financieringsbeleid van banken. Naast voornoemde is de verwachting dat door de gestegen prijzen van vastgoed en daarbij behorende lagere rendementen banken kritischer zullen kijken naar de cashflow, waardoor banken mogelijk minder kunnen financieren. Tegelijkertijd is de verwachting dat zowel vastgoedfondsen als hun participanten genoeg nemen met een lager rendement dan in het verleden het geval was, vanwege zowel de huidige lage financieringsrente, de lage rentes op spaarrekeningen en andere beleggingsmogelijkheden zoals bijvoorbeeld obligaties. De verwachting is dan ook niet dat de gestegen overdrachtsbelasting er voor zal zorgen dat de prijzen voor commercieel verhuurd residentieel vastgoed zullen zijn gedaald.

3. Operationalisatie

In onderhavig hoofdstuk wordt beschreven hoe het onderzoek zal worden uitgevoerd en welke samenhang er is tussen de bevindingen vanuit het theoretisch kader en de gekozen onderzoeksmethoden.

3.1 Type onderzoek

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden zal er, als aanvulling op het theoretisch kader, gebruik worden gemaakt van zowel kwantitatief als kwalitatief onderzoek. Om het kwantitatieve onderzoek uit te voeren zal er een dataset worden gemaakt gebaseerd op input vanuit de prospectussen van de vijf gekozen vastgoedfondsen. In Nederland is het verplicht om een prospectus op te stellen, behalve indien de participaties aan minder dan 150 personen worden aangeboden (per lidstaat), de participatie hoger is dan € 100.000,- of de totale tegenwaarde minder dan € 2,5 miljoen bedraagt (Rijksoverheid, z.d.). In een dergelijke prospectus is veel informatie te vinden omdat (wettelijk) verplicht is deze informatie op te nemen. Zo dienen onder andere de risico's beschreven te worden, de kenmerken van de participatie en financiële situatie (AFM, z.d.). Een voordeel van het gebruik van de prospectussen is dat deze makkelijk openbaar (online) te vinden zijn en grotendeels bestaan uit statistische data, wat de betrouwbaarheid vergroot. Tegelijkertijd kan dit ook een nadeel betekenen omdat de context van de data niet altijd voldoende duidelijk is, wat voor onjuistheden ten aanzien van de interpretatie kan zorgen. Er is daarom gekozen om naast het kwantitatieve onderzoek ook een kwalitatief onderzoek uit te voeren in de vorm van interviews. In deze interviews zullen er aanvullende en verdiepende vragen worden gesteld om de informatie uit het kwantitatieve onderzoek te verrijken en daarmee de betrouwbaarheid te vergroten. Een nadeel van het kwalitatieve onderzoek kan zijn dat de interviewer het onderzoek beïnvloedt. Dit wordt echter zoveel mogelijk gemitigeerd door te werken met een standaard vragenlijst.

3.1.1 Kwantitatief onderzoek

Voor het verzamelen en het uiteindelijk goed kunnen analyseren van de data uit de prospectussen is er gekozen voor een vaststaande dataset in Excel, op basis van diverse parameters. Zoals eerder vermeld richt dit onderzoek zich op de volgende vijf vastgoedfonds initiators: NL Woningfondsen, VSN, Holland Immo, Credit Linked, Duinweide. Van deze vijf partijen zijn online de prospectussen geraadpleegd van fondsen van de afgelopen 10 jaar (1 januari 2011 tot 1 januari 2021). In totaal betreffen dit 30 prospectussen/fondsen.. Er is gekozen voor het verzamelen van informatie op de volgende punten:

Onderwerp	Toelichting
Financier	Hier is, indien van toepassing en bekend, de financier van het fonds weergegeven. Dit is gedaan om inzicht te krijgen of er verschillen zijn tussen de diverse financiers.
Jaar	Dit betreft het jaar waarin het fonds is gestart. Hiermee kan worden vergeleken of het beleid in de afgelopen tien jaar is veranderd.
Soort onroerend goed	Onder soort onroerend goed wordt onderscheid gemaakt tussen drie categorieën, te weten: 1) Eengezinswoning (EGW). Hieronder wordt verstaan "Elke woning die tevens een geheel pand vormt. Hieronder vallen vrijstaande woningen, aaneen gebouwde woningen, zoals twee onder één kap gebouwde hele huizen, boerderijen met woningen en voorts alle rijenhuizen." (CBS, z.d.) 2) Meergezinswoning (MGW) Hieronder wordt verstaan "Elke woning die samen met andere woonruimten c.q. bedrijfsruimten een geheel pand vormt. Hieronder vallen flats, galerij-, portiek-,

	<p>beneden- en bovenwoningen, appartementen en woningen boven bedrijfsruimten, voor zover deze zijn voorzien van een buiten de bedrijfsruimte gelegen toegangsdeur.” (CBS, z.d.)</p> <p>3) Overig. Hieronder worden bedrijfsruimtes zoals Retail, horeca, etc. verstaan.</p>
Koopprijs	Met de koopprijs wordt de koopprijs kosten koper bedoelt. Hiervoor is gekozen omdat dit een secuurder beeld geeft dan de koopprijs vrij op naam.
Financiering	Hieronder wordt de hoogte van de externe financiering weergegeven.
LTV	Hieronder wordt de Loan to Value weergegeven, berekend door de financiering te delen door de koopsom k.k..
Rente	Hieronder wordt de gemiddelde (verwachte) rente aangegeven. Indien er meerdere leningdelen zijn, betreft het een gemiddelde.
Reguliere aflossing	Hieronder wordt de jaarlijkse aflossing weergegeven als percentage van de oorspronkelijke lening hoofdsom.
Exploitatieperiode	Hiermee wordt de initiële exploitatieperiode van het vastgoedfonds bedoelt.
Jaarhuur	Onder dit punt wordt de bruto jaarhuur in jaar één verstaan. De jaarhuur is een belangrijke factor omdat dit van grote invloed is op het rendement die aan de participanten geboden kan worden.
Huurstijging per jaar	In de prospectussen is opgenomen met welke percentage de aanvangshuur naar verwachting jaarlijks zal stijgen. Dit percentage is belangrijk voor de toekomstige te verwachten huurinkomsten en daarmee het verwachte rendement.
Exploitatiekosten	Hieronder worden de verwachten exploitatiekosten als percentage van de bruto jaarhuur weergegeven. Een inschatting van de exploitatiekosten heeft een grote invloed op het verwachte rendement dat een fonds kan bieden aan haar participanten.
Bruto aanvangsrendement (BAR)	Het bruto aanvangsrendement wordt berekend door de huur in jaar één te delen door de investering (koopsom + kosten koper).
Rendement	In de kolom rendement wordt het IRR (Internal Rate of Return) rendement weergegeven. Er is voor dit rendement gekozen omdat deze in alle prospectussen zijn opgenomen waardoor deze een vergelijking tussen de verschillende fondsen goed mogelijk maakt. Voor een omschrijving van definitie van de IRR, zie paragraaf 2.3.3.3.
Equity	Onder de equity wordt het totaal door de participanten ingelegde vermogen verstaan. De optelsom van de (bancaire) financiering en de equity bedraagt de totale fondsinvestering, zie onderstaand.
Fondsinvestering	Onder de fondsinvestering wordt het totale bedrag verstaand om het fonds te kunnen oprichten en verwerven. Hieronder vallen dus onder meer de koopsom van het vastgoed, overdrachtsbelasting, notariskosten, verwervings- en plaatsingskosten en afsluitprovisie voor de financiering .

3.1.2 Kwalitatief onderzoek

Naast het kwantitatieve onderzoek zal er kwalitatief onderzoek worden uitgevoerd middels het interviewen van de vijf fondsinitiators. Hierbij zal gebruik worden gemaakt van een standaardvragenlijst. Deze vragenlijst is te vinden in bijlage A. De opgestelde vragen refereren naar dezelfde tijdsperiode als in de dataset, namelijk tot tien jaar terug. Deze vragenlijst wordt als leidraad

aangehouden. Er zullen echter aanvullende vragen worden gesteld als deze relevant zijn voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag. De interviews zullen in verschillende stappen tot stand komen en worden verwerkt. Als eerste stap wordt het interview afgenomen tijdens een persoonlijk of digitaal gesprek (via Microsoft Teams). De interviews zullen hierbij, met toestemming van de geïnterviewde, worden opgenomen. Als tweede stap zal het interview worden getranscribeerd. Als derde stap zal het interview worden gecodeerd door middel van het programma ATLAS.TI. Hierbij zullen de fases van open, axiaal en selectief coderen worden doorlopen. Dit betekent dat bepaald kernwoorden aan elkaar zullen worden verbonden. Tot slot zullen de uitkomsten en conclusies worden verwerkt in hoofdstuk vier van deze scriptie.

4. Analyse

In dit hoofdstuk zullen de uitkomsten van het prospectusonderzoek, middels de dataset, en de uitkomsten van de interviews worden geanalyseerd. Hierbij zal er eerst worden ingegaan op de dataset en zullen vervolgens de interviews behandeld worden.

4.1 Uitkomsten prospectusonderzoek

In bijlage B is de dataset opgenomen met daarin de informatie die uit de prospectussen afkomstig is. In deze paragraaf worden de belangrijkste bevindingen beschreven.

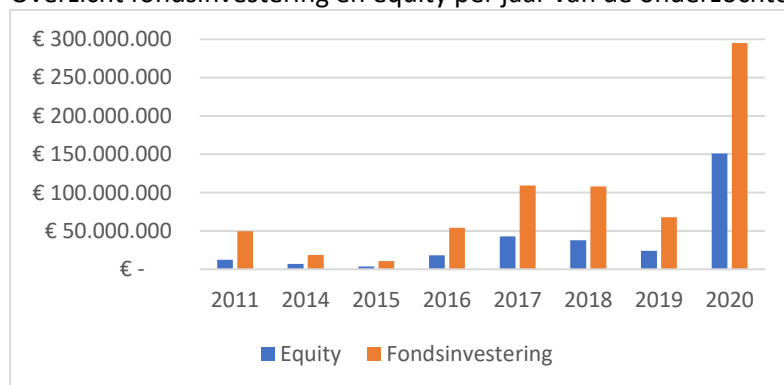
In hoofdstuk 3 is beschreven dat er uit 30 verschillende prospectussen, van vijf fondsaanbieders, data zou worden verzameld. Na het invullen van de dataset is gebleken dat vijf fondsen niet goed in de dataset konden worden meegenomen, omdat verschillende datapunten (financier, financiering, LTV, rente, aflossing, exploitatiekosten, BAR, Equity en fondsinvestering) niet terug te vinden waren in de prospectussen. Deze fondsen vallen allen onder Credit Linked en het ontbreken van de data heeft dan ook te maken met de fondsstructuur van Credit Linked. Het betreffen namelijk fondsen waarbij (deels) geld wordt opgehaald bij de participanten alvorens precies bekend is in welke projecten geïnvesteerd gaat worden. De data die wel uit de betreffende prospectussen kon worden gehaald is meegenomen in de dataset, maar is buiten de analyse gelaten omdat de data niet volledig is en daarmee niet betrouwbaar om er conclusies aan te verbinden.

Algemeen

Allereerst is uit de data gebleken dat de onderzochte prospectussen een totale fondsinvesteringswaarde van ongeveer € 642 miljoen vertegenwoordigen. In figuur 6 is de fondsinvestering per jaar weergegeven. Zoals in het theoretisch kader is beschreven, is het onbekend welk aandeel van de beleggingsmarkt exact aan vastgoedfondsen toegekend kan worden. Daarom is het onbekend hoe groot het aandeel van de onderzochte fondsen is in het totaal.

Figuur 6

Overzicht fondsinvestering en equity per jaar van de onderzochte fondsen



Financier

Uit de dataset blijkt dat alle onderzochte fondsen gebruik maken van (bancaire)financiering. Op twee fondsen na zijn alle fondsen gefinancierd door Nederlandse financiers, zoals ING Bank N.V. en ABN Amro Bank N.V.. Er is gekeken of er een verband is tussen de hoogte van de LTV en de verschillende financiers, maar hier komen geen betrouwbare uitkomsten uit. Dit heeft te maken met het feit dat het per jaar sterk verschilt waar een bepaald fonds de financiering heeft afgesloten. Zo was bijvoorbeeld Stichting PVF Zakelijke Hypothekenfonds in 2011 de enige financier die twee fondsen heeft gefinancierd. Er kan dus niet per jaar worden vergeleken of één bepaalde financier hoger of lager financierde dan de ander.

Jaar

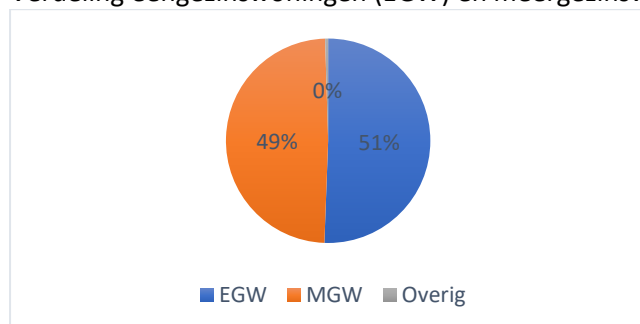
Uit de dataset blijkt dat de onderzochte fondsinitiators in de jaren 2012 en 2013 geen fondsen hebben opgericht die passen binnen de criteria die zijn gesteld voor dit onderzoek. Uit het theoretisch onderzoek is naar voren gekomen dat in 2013 de huizenprijzen hun dieptepunt hadden bereikt na de financiële crisis. Mogelijk zou dit een factor van invloed kunnen zijn geweest op investeringsbeslissingen van de betreffende fondsinitiators in de genoemde jaren.

Soort onroerend goed

In de onderzochte fondsen zijn in totaal 3.754 objecten verworven. Hierbij is de verdeling tussen eengezinswoningen (EGW) en meergezinswoningen (MGW) vrijwel gelijk, zoals te zien is in onderstaand figuur.

Figuur 7

Verdeling eengezinswoningen (EGW) en meergezinswoningen (MGW)

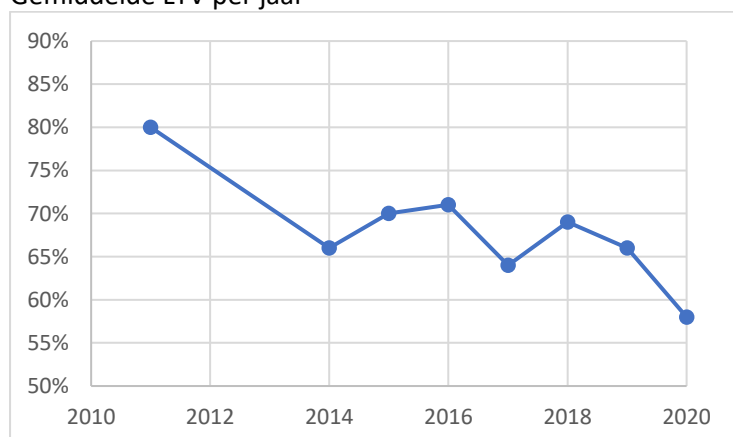


LTV

Uit de dataset blijkt dat er in de loop der jaren een dalende trend is waar te nemen ten aanzien van de gemiddelde LTV. Zo was in 2011 de gemiddelde LTV 80% en in 2020 de gemiddelde LTV 58%. Dit betekent dat de LTV in tien jaar tijd gemiddeld 22% is gedaald. De dalende trend is goed te zien in figuur 8.

Figuur 8

Gemiddelde LTV per jaar



BAR/(IRR) Rendement

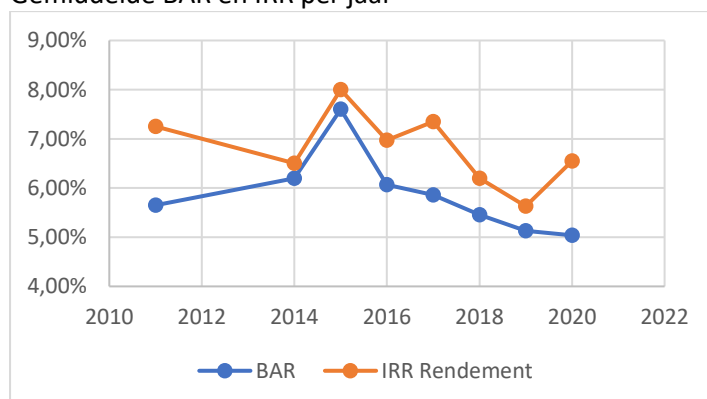
In de voorlopige hypothese in het theoretisch kader is aangegeven dat de verwachting is dat zowel vastgoedfondsen als hun participanten genoeg nemen met een lager rendement. Om dit te toetsen is eerst gekeken naar het verloop van het gemiddelde feitelijke bruto aanvangsrendement van de

diverse fondsen en naar het gemiddelde verwachte IRR rendement. Zoals te zien in figuur 9 is vanaf 2016 de gemiddelde BAR jaarlijks gedaald. Bij bovenstaand figuur dient daarnaast opgemerkt te worden dat er in 2015 één fonds was met een BAR van 7,60% en een IRR van 8,0%, wat de uitschieter verklaart. De hoge IRR zou te verklaren kunnen zijn doordat de fondsinitiator rekent met een forse huur- en/of waardestijging van het vastgoed, dit is echter niet het geval. Als huurstijging wordt 1,7% gehanteerd wat reëel lijkt ten aanzien van de gemiddelde huurstijging van de dataset ad 2,13%. Daarnaast wordt er niet gerekend met een waardestijging van het vastgoed. Wel rekent men met 35% exploitatielasten wat vrij hoog is ten opzichte van veel andere fondsen. Dit kan impliceren dat de kwaliteit van de portefeuille wat lager is en men daardoor een hoger Bruto Aanvangsrendement verwacht. Wat opvalt in bovenstaande grafiek is dat, ondanks dat de BAR daalt, het IRR rendement (fors) toeneemt. Wanneer uitkomsten nader worden onderzocht valt op dat in 2020 drie van de zeven onderzochte fondsen vallen onder Holland Immo Groep en dat deze drie fondsen een fors hoger IRR rendement laten zien dan het bruto aanvangsrendement. Wat hiervoor mogelijk een reden kan zijn is de hoogte van de rente. Bijvoorbeeld IMMO Huurwoningfonds 3 heeft een rente van 1,28%, de laagste rente in de gehele dataset.

Er is tevens gekeken of er een correlatie bestaat tussen het jaar waarin de financiering is afgesloten en het bruto aanvangsrendement. Uit deze regressie analyse kwam een R-Kwadraat van 0,28 en een P-waarde van 0,009 naar voren, waarmee er geen significante correlatie bestaat.

Figuur 9

Gemiddelde BAR en IRR per jaar

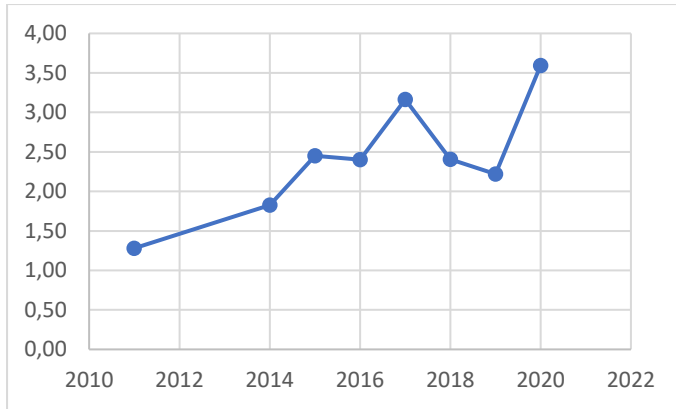


Netto AanvangsRendement (NAR) /Rente

Er is tevens onderzocht of de NAR hoger of lager is dan de leningrente die betaald moet worden. Indien de NAR lager is dan de leningrente kan de rente niet vanuit de kasstroom (de huurinkomsten) van het onroerend goed worden voldaan en is men hiervoor afhankelijk van bijvoorbeeld verkopen van het onroerend goed. Deze analyse is uitgevoerd door de Interest Coverage Ratio (ICR) te berekenen. Hierbij worden de netto huurinkomsten per jaar gedeeld door jaarlijkse rentekosten. Indien hier een getal boven de 1 uitkomt kan de rente worden voldaan vanuit de netto huurinkomsten. Uit onderstaande grafiek (figuur 10) blijkt dat de ICR altijd boven de 1 heeft gelegen. Ook is te zien dat de ICR in de loop der jaren is gestegen. Dit ligt in lijn met de uitkomsten van de interviews waarin wordt aangegeven dat banken meer naar de betaalbaarheid van de leningen kijken dan voorheen (zie volgende paragraaf).

Figuur 10

Gemiddelde ICR

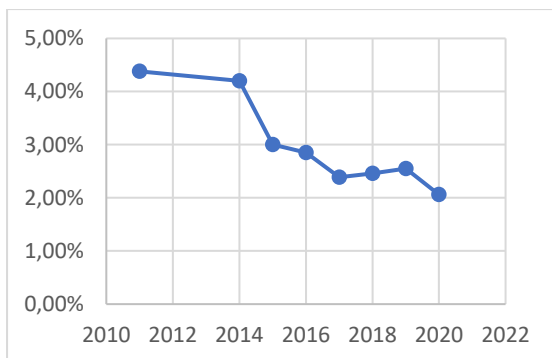


Rente

In onderstaand figuur 11 is te zien dat de gemiddelde leningrente die de fondsen voor haar leningen betalen de afgelopen tien jaar is gedaald. Door het uitvoeren van een regressie is tevens aangetoond dat er een significante samenhang is tussen het jaar waarin de financiering is gesloten en de hoogte van de rente. Dit is terug te zien door de R-kwadraat van 0,73 en de P-waarde van 0,0000000589, waarbij een R-kwadraat hoger dan 0,7 en een P-waarde van lager dan 0,05 de significantie aantoont. Zie hiervoor tevens figuur 12.

Figuur 11

Gemiddelde leningrente



Figuur 12

Regressieanalyse jaartal / rente

Gegevens voor de regressie	
Meervoudige correlatiecoëfficiënt F	0,853439
R-kwadraat	0,728359
Aangepaste kleinste kwadraat	0,716548
Standaardfout	0,004025
Waarnemingen	25

Variantie-analyse

	Vrijheidsgrad	kwadraten	Gemiddelde kwadraten	F	Significantie F
Regressie	1	0,000999	0,00099933	61,67052428	5,88657E-08
Storing	23	0,000373	1,62043E-05		
Totaal	24	0,001372			

	Coëfficiënt	andaar	df	T- statistische gegevens	P-waarde	Laagste 95%	Hoogste 95%	Laagste 95.0%	Hoogste 95.0%
Snijpunt	5,034614	0,637742		7,894441825	5,38288E-08	3,715344729	6,353882603	3,715344729	6,353882603
Jaar	-0,00248	0,000316		-7,853058276	5,89E-08	-0,003136393	-0,00182853	-0,003136393	-0,00182853

Reguliere aflossing

Uit de data blijkt dat de reguliere jaarlijkse aflossing op de lening de laatste jaren afneemt. Hierbij wordt er vaker gekozen voor een aflossingsvrije lening, waarbij er enkel afgelost dient te worden bij verkoop van (een deel) van het onroerend goed of bij expiratedatum van de lening. Ook komt een lagere reguliere aflossing vaker voor. Beide is te verklaren doordat de LTV steeds lager wordt, waardoor een financier eerder zal instemmen met geen of een lagere reguliere aflossing.

4.2 Uitkomsten interviews

In bijlage C zijn de transcripten van de interviews weergegeven. In bijlage D zijn vervolgens de coderingen die aan de interviews zijn gegeven opgenomen. Bij onderstaande omschrijving van de uitkomsten zullen enkel de relevante figuren worden toegevoegd. De overige figuren opgenomen in bijlage E.

Ten aanzien van de deelvraag ‘hoe verloopt de relatie tussen de financier en belegger?’, zijn uit de interviews verschillende punten naar voren gekomen. Uit de interviews is bijvoorbeeld gebleken dat alle fondsen altijd gebruik maken van financiering. Het overgrote deel (vier van de vijf fondsen) geeft aan enkel bij banken te financieren en één fonds geeft aan grotendeels bij banken te financieren en gebruik te maken van een debt fund voor bouw financieringen. Zie ook figuur E1 en E2 in de bijlage. Alle geïnterviewden gaven aan dat als ze voor een bepaald project geen financiering zouden kunnen krijgen ze het project niet zouden afnemen. Er kan dus worden geconcludeerd dat vastgoedfondsen in sterke mate afhankelijk zijn van financiering. Tegelijkertijd is er de interviews naar voren gekomen dat de fondsen in verschillende mate de financieringsvoorwaarden mee laten weten in hun mogelijkheden om een bod uit te brengen: drie van de vijf fondsen geven aan dat zij wel afhankelijk zijn van de financieringsvoorwaarden. Zo is er bijvoorbeeld het volgende aangegeven: “Uiteindelijk is voor ons de combinatie van financiële voorwaarden zoals de rente en aflossing en beperkingen in financiële convenanten die maakt dat we een bepaald bedrag kunnen bieden. Bij ons is de financiering essentieel voor wat we kunnen bieden.” De twee overige fondsen geven aan dat zij daar niet van afhankelijk zijn, zoals ook is te zien in figuur 11.

Figuur 13

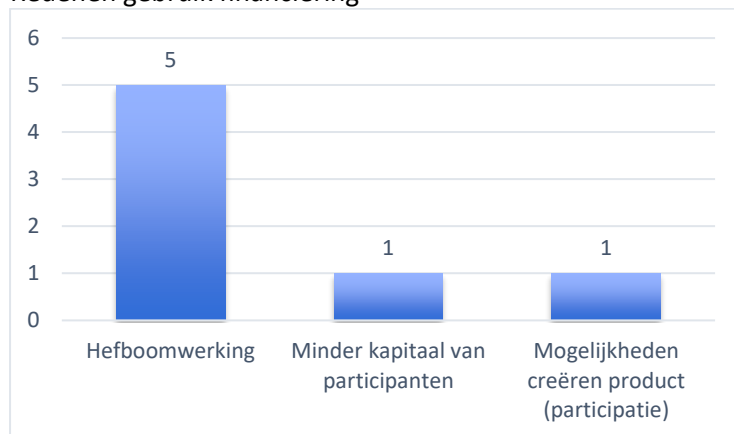
Afhankelijkheid financieringsvoorwaarden voor het uitbrengen van een bod



Zoals is te zien in figuur 12 hebben alle fondsen unaniem aangegeven dat zij behoefte hebben aan financiering vanwege de hefboomwerking. In de minderheid zijn daarnaast redenen genoemd, zoals het minder op hoeven halen van kapitaal bij participanten en de noodzaak voor het überhaupt kunnen creëren van een interessant product (participatie). Alle fondsen geven aan dat de hefboomwerking van noodzakelijk belang is om het juiste rendement te kunnen bieden aan de participanten en dat met een (beperkte) hefboom het risico beperkt is.

Figuur 14

Redenen gebruik financiering

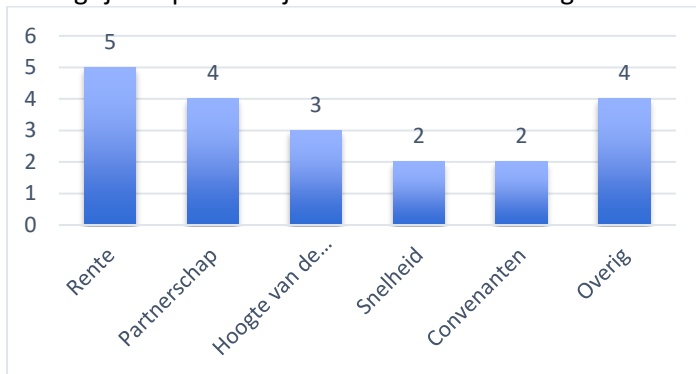


Ten aanzien van de vraag of de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op de investeringsbeslissingen zijn verschillende punten naar voren gekomen. Alle fondsen hebben aangegeven dat hun LTV bij nieuwe financieringen momenteel tussen de 50% tot 65% bedraagt. Het overgrote deel streeft ongeveer een gelijk rendement na: vier van de vijf fondsen hebben aangegeven dat ze momenteel een direct uitkeerbaar rendement van 4% tot 5% nastreven, één fonds heeft aangegeven minimaal 5% na te streven. Alle geïnterviewden geven aan dat het rendement dat zij op dit moment nastreven is gedaald ten opzicht van vroeger. Uit de interviews komt naar voren dat er verschillende factoren van invloed zijn geweest. Zoals te zien in figuur E3 in de bijlage geeft de meerderheid (vier van de vijf) aan dat de rendementen zijn gedaald als gevolg van veranderende marktomstandigheden. Hiermee wordt bedoeld dat de rendementen voor woningen in de gehele markt dalen. Daarnaast wordt er door twee van de respondenten daarnaast ook een andere reden aangegeven, namelijk dat ook de alternatieve beleggingsmogelijkheden van invloed zijn geweest. Hierbij wordt genoemd dat de negatieve rente die sommige banken in rekening brengen bij spaartegoeden er voor zorgt dat meer particulieren op zoek zijn naar alternatieve beleggingsmogelijkheden waarbij nog wel (enig) rendement kan worden gemaakt. Hierbij worden woningen als een veilige investering gezien. Op basis van voornoemde informatie kan voorzichtigheidshalve worden geconcludeerd dat financieringsbeleid beperkte invloed heeft op de investeringsbeslissingen van fondsen.

Op het moment dat de fondsen op zoek gaan naar een financiering geven zij allen aan dat de rente een belangrijk aspect is in hun keuze. Opvallend hierbij is echter dat vier van de vijf fondsinitiators ook aangeeft dat partnerschap met hun financier een belangrijk aspect is. Zo wordt er bijvoorbeeld aangegeven dat er waarde wordt gehecht aan het meedenken van de financier in het (acquisitie)traject. Het merendeel (drie van de vijf fondsinitiators) geeft daarnaast aan dat de hoogte van de financiering een belangrijk aspect vormt. In de minderheid (twee van de vijf fondsinitiators) wordt aangegeven dat snelheid en de convenanten belangrijke aspecten zijn. Daarnaast worden ook overige aspecten genoemd, zoals boeterente, expertise van de financier, rekening courant, type lening documentatie, betrouwbaarheid en non-recourse, zoals ook te zien is in figuur 15.

Figuur 15

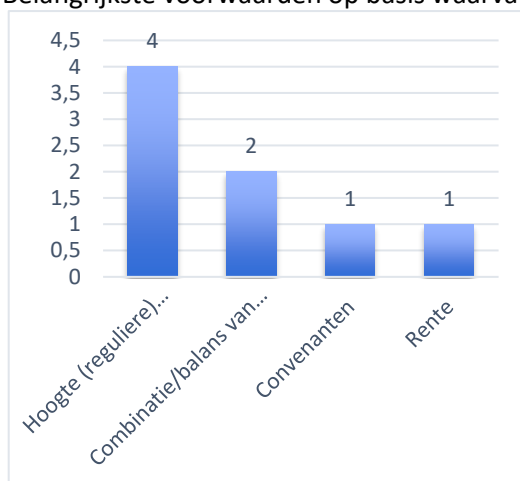
Belangrijke aspecten bij keuze voor financiering



Als belangrijkste financieringsvoorwaarde wordt door het merendeel (vier van de vijf) de hoogte van de financiering genoemd. Hierop volgend wordt door twee van de vijf fondsinitiators een combinatie van financieringsvoorwaarden genoemd. Hiermee wordt dan veelal de combinatie van hoogte van de financiering, hoogte van de rente en de hoogte van de (reguliere) aflossing bedoelt. Daarnaast zijn separaat ook nog de convenanten genoemd en specifiek de rente, zoals ook te zien is in figuur 16.

Figuur 16

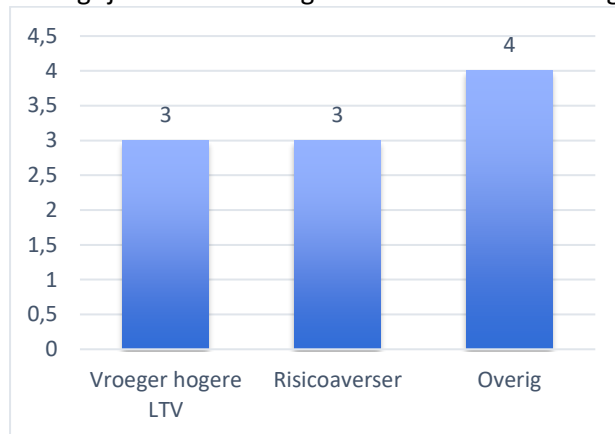
Belangrijkste voorwaarden op basis waarvan voor een financiering wordt gekozen



Op de vraag of de geïnterviewden de afgelopen tien jaar veranderingen hebben gezien in het financieringsbeleid van banken geeft de meerderheid (drie van de vijf fondsinitiators) aan dat er vroeger op een hogere LTV werd gefinancierd en dat banken daarnaast meer risico avers zijn geworden dan in het verleden. Een geïnterviewde gaf het volgende aan: "Ik denk dat banken een stuk kritischer zijn geworden in wat ze wel en niet financieren, ze zijn risicoaverser geworden" (volledige interviewtranscripten zijn opgenomen in bijlage C). Tevens wordt er separaat aangegeven dat banken ook meer kijken naar de betaalbaarheid van een project, bijvoorbeeld op basis van de DSCR of de Debt Yield. Zie tevens figuur 17.

Figuur 17

Belangrijkste veranderingen in bankbeleid in de afgelopen tien jaar



Het is opvallend dat in de interviews minimaal wordt gesproken over het ervaren van beperkingen door financieringsvoorwaarden. Twee geïnterviewden hebben specifiek aangegeven dat zij het huidige bankbeleid niet als belemmerend ervaren. Eén fonds geeft als reden dat zij geen belemmeringen ervaren, omdat zij toch al laag (rond de 50% tot 50%) financierden. Daarnaast geeft één geïnterviewde aan dat de huidige convenanten juist prettig voor hen zijn, omdat dit ook duidelijkheid schept richting de participanten van het fonds. Twee andere geïnterviewden geven aan geen belemmering te ervaren, omdat ze veelal in duurzame (nieuwbouw-)woningen investeren. Ze zien daarbij dat dit ook de focus heeft van de verschillende banken en verwachten dat dit ook in de nabije toekomst zo zal blijven. Enkel één geïnterviewde heeft aangegeven soms beperkingen te ervaren door de debt yield, waardoor er soms op een minder hoge LTV gefinancierd kan worden dan gewenst. Zie tevens de figuren E4, E5 en E6 in de bijlage.

5. Conclusie, aanbevelingen en reflectie

In dit hoofdstuk zullen de conclusies van het onderzoek worden uiteengezet. Hier opvolgend zullen vervolgens aanbevelingen worden gedaan worden. Tot slot zal er worden gereflecteerd onderzoek en het onderzoeksproces. De scriptie is geschreven om onderstaande onderzoeksvraag te beantwoorden:

In hoeverre zijn veranderingen in financieringsvoorwaarden van invloed op de wijze waarop residentiële vastgoedfondsen, waarin particulieren kunnen beleggen, hun portefeuille managen en beoordelen?

Om bovenstaande onderzoeksvraag te beantwoorden is er gestart met een literatuuronderzoek en zijn vervolgens een 25-tal prospectussen onderzocht en is uit deze prospectussen informatie gehaald die in een Excel dataset is verwerkt. Voor het kwalitatieve onderdeel van het onderzoek zijn er daarnaast vijf fondsinitiators geïnterviewd middels een standaard vragenlijst. Hiermee kunnen de uitkomsten uit het kwantitatieve onderzoek in een breder perspectief worden geplaatst.

Middels de conclusies en aanbevelingen wordt getracht inzage te geven in de invloed die veranderingen in financieringsvoorwaarden hebben gehad op investeringsbeslissingen van residentiële vastgoedfondsen.

5.1. Conclusies

- Uit zowel de dataset als uit de interviews komt naar voren dat de afgelopen jaren de maximale LTV is gedaald. Uit de data blijkt zelfs een vrij forse daling van gemiddeld 22% over de gemeten periode. Dit ligt in lijn met de verwachtingen die naar aanleiding van het theoretisch kader zijn opgesteld. Hierin wordt gesteld dat door strenger financieringsbeleid, als gevolg van Basel III en de lessen die zijn geleerd uit de financiële crisis van 2007/2008, de verwachting was dat banken op een lager niveau zouden financieren. Uit de interviews blijkt desondanks dat dit door de fondsinitiators niets als een beperking wordt gezien bij het structureren van een vastgoedfonds.
- Naast de LTV wordt door de geïnterviewde fondsinitiators aangegeven dat banken ook meer kijken naar de betaalbaarheid, zijnde in hoeverre de rente en eventuele aflossing betaald kan worden uit de netto huurinkomsten. Door de geïnterviewden wordt aangegeven dat dit soms wel als beperkend wordt ervaren. Hierbij wordt tevens aangegeven dat het belangrijks is hoe de verschillende banken kijken naar de (verwachte) exploitatiekosten.
- Uit de interviews blijkt dat fondsinitiators ervaren dat banken kritischer kijken naar het vastgoed dat zij financieren, waarbij er meer dan in het verleden wordt onderscheid door financiers wordt gemaakt in wat ze wel en niet willen financieren. Hierbij speelt duurzaamheid ook een steeds belangrijkere rol en is de verwachting van de fondsinitiators dat dit in de toekomst ook steeds meer een rol zal gaan spelen.
- Er kan worden geconcludeerd dat er een sterke relatie is tussen de financier en fondsinitiator. Uit zowel het prospectusonderzoek als uit de interviews blijkt dat alle fondsen gebruik maken van financiering. Uit de interviews blijkt dat indien een fonds geen financiering zou kunnen krijgen voor een bepaald project dat ze deze dan ook niet zouden afnemen. Daarnaast wordt

in de interviews genoemd dat niet enkel factoren zoals rente, aflossing en LTV belangrijk zijn bij de keuze voor een financier, maar dat ook subjectieve factoren zoals kennis, betrokkenheid van de financier en de mate waarin de financier kan meedenken in het proces belangrijk zijn.

- Om in de huidige markt een voor participanten interessant fonds in de markt te zetten is het belangrijk om een deel te financieren om daarmee gebruik te maken van het zogenoemde hefboomeffect. Daarnaast zorgt het deels financieren er ook voor dat er minder kapitaal bij de participanten opgehaald hoeft te worden.
- Uit het prospectusonderzoek blijkt dat de IRR rendementen die fondsen aan hun participanten kunnen aanbieden dalen. Dit blijkt eveneens uit de interviews. Enerzijds komt dit door de marktontwikkeling waarbij er zou kunnen worden gesteld dat de verandering in de markt (de hogere prijs die voor woningen wordt betaald en de lagere rendementen die daarmee gepaard gaan) indirect wel een gevolg zijn van het financieringsbeleid van banken. Immers door de huidige lage renteniveaus kan er een hogere prijs worden betaald voor het vastgoed. In dit onderzoek is dit echter buiten beschouwing gelaten. Hiervoor is gekozen omdat de fondsinitiators dit niet als (primaire) reden hebben genoemd. Anderzijds speelt, naast de marktontwikkeling, ook de huidige (negatieve) spaarrente een rol. Uit de interviews blijkt dat participanten hierdoor, meer dan vroeger, op zoek zijn naar rendement en daarbij ook genoegen nemen met een lager rendement.
- Ondanks dat de bruto aanvangsrendementen op vastgoed dalen, is uit de prospectussen gebleken dat het geprognosticeerde verwachte (IRR) rendement in 2020 stijgt. Dit is naar verwachting deels te verklaren door de lage rente evenals de aannames die worden gedaan ten aanzien van bijvoorbeeld de exploitatiekosten gedurende de exploitatieperiode van het fonds.
- Uit het theoretisch kader is gebleken dat in 2013 de huizenprijzen sterk waren gedaald. Tevens blijkt uit de dataset dat de fondsinitiators in 2012 en 2013 geen nieuwe fondsen hebben geïnitieerd. In het huidige onderzoek is dit niet nader onderzocht, waardoor hierover geen conclusies kunnen worden getrokken.

Naar aanleiding van bovenstaande punten kan er worden geconcludeerd dat veranderingen in financieringsvoorwaarden van beperkte invloed zijn op de wijze waarop residentiele vastgoedfondsen, waarin particulieren kunnen beleggen, hun portefeuille managen en beoordelen. Ondanks dat de hoogte van de financiering is gedaald en dat er vaker convenanten worden overeengekomen, wordt dit niet als een belemmering gezien. Het is voor de fondsinitiators echter wel van essentieel belang dat er nauw contact wordt onderhouden met hun financier(s) zodat zij op het moment dat zij bezig zijn met een aankoop weten wat er op dat moment gefinancierd kan worden, en onder welk voorwaarden. Het veranderd financieringsbeleid wordt dus niet als belemmerend ervaren, mits het beleid vroegtijdig bij de fondsinitiators bekend is, zodat zij hier rekening mee kunnen houden bij hun afweging omtrent een aankoop.

5.2. Aanbevelingen

Voor Financiers:

- **Wees zo vroeg mogelijk duidelijk welke financieringsmogelijkheden er zijn**
Enerzijds omdat veel fondsinitiators hebben aangegeven de financiering te laten meewegen in hetgeen ze willen en kunnen bieden voor een bepaalde propositie en anderzijds omdat meerdere fondsinitiators hebben aangegeven concurrentie te ervaren van partijen die zonder financieringsvoorbehoud kunnen bieden. Een zo kort mogelijk financieringsvoorbehoud opnemen versterkt daarbij de concurrentiepositie van vastgoedfondsen.
- **Zorg voor heldere en duidelijke communicatie**
De fondsinitiators hebben aangegeven dat naast de rente, aflossing en hoofdsom ook de kennis en kunde van de financier meeweegt in hun beslissing. Door goede communicatie en onderbouwing over veranderend financieringsbeleid kunnen de fondsinitiators de keuzes volgen en ook uitdragen naar hun participanten. De kans dat de fondsinitiators in dat geval beperkingen zullen ervaren door veranderd financieringsbeleid wordt op deze manier geminimaliseerd.
- **Zorg voor (menselijk) contact**
Bij dit type klant is het van belang om nauw contact te onderhouden omdat betrokkenheid en meedenken in het (acquisitie)traject erg wordt gewaardeerd. In de huidige tijd van digitalisering zou er kunnen worden onderzocht of menselijk contact de enige aangewezen manier is om te kunnen voorzien in de behoeften van de klant.

Voor fondsinitiators:

- **Investeer in vastgoed dat de focus heeft van de financier**
Om binnen vastgoedfondsen tot een aantrekkelijk rendement te komen wordt er altijd gebruik gemaakt van (bancaire) financiering. Hiervoor is het dus belangrijk dat het vastgoed aansluit bij de focus van de financier. Doordat hierdoor het aanbod van financiers toeneemt kan er een betere financiering worden afgesloten (o.a. lagere rente), wat een positief effect heeft op het rendement dat aan de participanten kan worden geboden.
- **Onderhoud nauw contact met (potentiële) financiers**
Voor het uitbrengen van een bieding en om te berekenen welk (verwachte) rendement geboden kan worden aan de participanten is het belangrijk om te weten wat de financieringsmogelijkheden zijn. De hoogte van de financiering, de rente en de (reguliere) aflossing hebben een grote invloed op het verwachte rendement. Deze financieringsvoorwaarden wijzigen soms, waardoor het extra belangrijk is om nauw contact te onderhouden met de financiers of de mogelijkheden. Hierdoor kan er (vaak) een beter bod worden uitgebracht en kan nauwkeurig worden ingeschat welke rendement aan de participanten geboden kan worden.

5.3. Reflectie en vervolgonderzoek

In voorgaande paragraaf zijn diverse aanbevelingen gedaan op basis van het uitgevoerde onderzoek. Zoals elk onderzoek kent ook dit onderzoek beperkingen. In deze paragraaf zal worden gereflecteerd op de beperking van onderhavig onderzoek.

Zoals eerder in deze scriptie is beschreven heeft de structuur van de Credit Linked fondsen, waarbij er (deels) kapitaal bij de participanten wordt opgehaald zonder dat de projecten waar in belegd gaat worden of de financier bekend is, er voor gezorgd dat deze fondsen in het Excel model niet goed meegenomen konden worden in de vergelijking met de andere fondsen. Omdat de fondsen van Credit Linked in vergelijking met de andere onderzochte fondsen vrij groot zijn is het jammer dat deze niet mee zijn genomen. Desondanks heeft het interview met de fondsinitiator wel voor nuttige inzichten gezorgd. Daarnaast zijn de interviews afgenomen door de relatiemanager van de bank, wat er mogelijk voor kan zorgen dat er sociaal wenselijke antwoorden zijn gegeven. Dit is zoveel mogelijk ondervangen door duidelijk te benadrukken dat het interview enkel voor deze scriptie wordt gebruikt. Desondanks neemt dit niet weg dat de geïnterviewden hier mogelijk (indirect) door beïnvloed zijn. Een andere beperking die dit onderzoek heeft is dat de onderzochte prospectussen slechts een momentopname zijn, bij aanvang van het fonds. Er zou ook onderzocht kunnen worden hoe bepaalde fondsen door de tijd heen presteren om zo beter inzicht te krijgen in de prestaties van het fonds en of de aannames die voor de start van het fonds worden gedaan ten aanzien van bijvoorbeeld het verwachte rendement, exploitatiekosten, etc., juist zijn. Dit zou een interessant vervolgonderzoek kunnen zijn.

Literatuurlijst

ABN AMRO. (z.d.). *Rendement berekenen*. Geraadpleegd op 17 juli 2021, van <https://www.abnamro.nl/nl/prime/beleggen/berekening-rendementen.html>

AFM. (2020). *Leidraad Wwft en Sanctiewet*. Toelichting op de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme en Sanctiewet 1977. Geraadpleegd op 10 juli 2021, van https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/wet-regelgeving/beleidsuitingen/leidraden/wwft.pdf?la=nl-nl

AFM. (z.d.). *Wat is een UBO?*. Geraadpleegd op 10 juli 2021, van <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/wwft-algemeen/ubo>

Afruilen. (z.d.). In Wikipedia. Geraadpleegd op 28 december 2020, van <https://nl.wiktionary.org/wiki/afruilen>

Autoriteit Financiële Markten. (z.d.) *Het prospectus*. Geraadpleegd op 3 januari 2021, van <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/beleggen/prospectus>

Alblas, G., Thuis, P., & Kokke, K. (2016). *Bedrijfskunde: de basis* (Vijfde druk). Groningen/Houten, Nederland: Noordhoff Uitgevers B.V.

Capital Value. (2018). *De woning(beleggings)markt in beeld 2018*. Geraadpleegd op 25 december 2020, van https://www.capitalvalue.nl/documents/9_Onderzoek/2018-Woningbeleggingsmarkt_in_beeld_samenvatting.pdf

CBRE. (2020, 21 oktober). *Vastgoedbeleggingsvolume minimaal € 15 miljard in 2020*. Geraadpleegd op 14 november 2020, van <https://nieuws.cbre.nl/vastgoedbeleggingsvolume-minimaal--15-miljard-in-2020/>

Centraal Bureau voor de Statistiek. (2008). *Economische crises jaren dertig en tachtig vergeleken*. In G. den Bakker (Red.), *De Nederlandse economie 2008* (pp. 123-139). (z.p.): Centraal Bureau voor de Statistiek.

Centraal Bureau voor de Statistiek. (2018, 5 september). *Huizenprijzen op niveau van voor de kredietcrisis*. Geraadpleegd op 14 november 2020, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2018/36/huizenprijzen-op-niveau-van-voor-de-kredietcrisis>

Centraal Bureau voor de Statistiek. (2020, 29 oktober). *Voorraad woningen; eigendom, type verhuurder, bewoning, regio [Dataset]*. Geraadpleegd op 25 december 2020, van <https://opendata.cbs.nl/#/CBS/nl/dataset/82900NED/table?ts=1608903609206>

Centraal Bureau voor de Statistiek. (z.d.) *Eengezinswoningen*. Geraadpleegd op 17 juli 2020, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/begrippen/eengezinswoning>

Centraal Bureau voor de Statistiek. (z.d.) *Meergezinswoningen*. Geraadpleegd op 17 juli 2020, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/begrippen/meergezinswoning>

Centraal Planbureau. (2018, 1 juni). *Oververhitting op de Nederlandse huizenmarkt?* Geraadpleegd op 13 november 2020, van <https://www.cpb.nl/publicatie/oververhitting-op-de-nederlandse-huizenmarkt/CPB-Achtergronddocument-1jun2018-Oververhitting-op-de-nederlandse-huizenmarkt.pdf>

De Jong, A., Jonker, J., & Röell, A. (2013). De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland tot 1850: Een bedrijfseconomisch perspectief. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 87(5), 217-232.

De Nederlandsche Bank. (2014, november). Van kauri tot euro: De geschiedenis van het geld [Brochure]. Geraadpleegd op 15 december 2020, van <https://www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/brochures/dnb210322.jsp>

De Nederlandsche Bank. (2020, 16 juli). *Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort* [Bulletin]. Geraadpleegd op 3 januari 2021, van <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2020/dnb389563.jsp#>

De Vries, P. (2020, 22 december). Dit is het marktaandeel van particuliere investeerders op de woningmarkt. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <https://www.vastgoedmarkt.nl/woningen/nieuws/2020/12/dit-is-het-marktaandeel-van-particuliere-investeerders-op-de-woningmarkt-101159687>

Dekkers, G. (2009). De Amsterdamse Wisselbank (1609-1820). *Historisch Nieuwsblad*, 2009 (2). Geraadpleegd op 14 november 2020, van <https://www.historischnieuwsblad.nl/de-amsterdamse-wisselbank-1609-1820/>

Ebbers, H. (2005). *Economische bedrijfsomgeving*. (Tweede editie). Amsterdam, Nederland: Pearson Education Benelux

Fransman, R., & Van Tilburg, R. (2016). *Banken, buffers en belastingbetalers. Een dialoog tussen wetenschappers en bankiers* (Eerste druk). Amsterdam, Nederland: Amsterdam University Press B.V.

Galbraith, J.K. (2009). *De crash van 1929*. (Tweede druk). Amsterdam, Nederland: Ambo|Anthos Uitgevers

Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments* (derde druk). Boston, Verenigde Staten: Cengage Learning

Gubbels, B.G.N. (z.d.) *Pandrecht*. Wet & Recht. Geraadpleegd op 17 juli 2021, van <https://www.wetrecht.nl/pandrecht/>

Heylen, F. (2014). *Macro-economie*. (Derde editie – eerste druk). Antwerpen/Apeldoorn, België/Nederland: Garant

Hilbers, P.L.C., & Nijskens, R.G.M. (2017) *Vastgoedfinanciering: klaar voor de toekomst. Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie, 89-111*. Geraadpleegd op 30-12-2020, van https://www.dnb.nl/binaries/Vastgoed_tcm46-339663.pdf

Huisman, J. (2020, oktober). IVBN: Verhoging overdrachtsbelasting beleggers heeft ernstige gevolgen voor de woningmarkt. *Vastgoedmarkt*. Geraadpleegd op 29 augustus 2021, van <https://www.vastgoedmarkt.nl/woningen/nieuws/2020/10/ivbn-verhoging-overdrachtsbelasting-beleggers-heeft-ernstige-gevolgen-voor-de-woningmarkt-101157969?login=1>

IEX Geld. (2020, 11 december). *Aantal particuliere beleggers dit jaar fors gestegen*. Geraadpleegd op 16 juni 2021, van <https://www.iexgeld.nl/Artikel/509746/Aantal-particuliere-beleggers-dit-jaar-fors-gestegen.aspx>

Jones, M. (2019, 15 november). Global debt to top record \$255 trillion by year's end. Geraadpleegd op 13 november 2020, van <https://www.reuters.com/article/us-global-markets-debt/global-debt-to-top-record-255-trillion-by-years-end-idUSKBN1XP1FB>

Kerdel, M., & Schukken, J. (2014). *De beleggingsillusie*. (Eerste druk). Amsterdam, Nederland: Maven Publishing B.V.

Klapwijk, A., Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017, augustus). De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland. Geraadpleegd op 27 december 2020, van https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/ASRE_Paper-2017-06-7augustus2017_De_omvang_van_de_vastgoedbeleggingsmarkt_in_Nederland.pdf

KPMG. (2020) *Onderzoek naar het sentiment en de vooruitzichten voor vastgoedfinanciering in Nederland*. Geraadpleegd op 30 december 2020, van <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2020/services/plb-2020.pdf>

M'barki, A. (z.d.). Basel IV-compromis dwingt banken tot heroverwegen van strategie en bedrijfsmodellen. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <https://www.pwc.nl/nl/actueel-en-publicaties/diensten-en-sectoren/financiele-sector/basel-iv-compromis-dwingt-banken-tot-heroverwegen-strategie-en-bedrijfsmodellen.html>

Marks Wachters notarissen (z.d.) *Wat is het recht van hypotheek?* Geraadpleegd op 17 juli 2021, van <https://markswachtersnotarissen.nl/veel-gestelde-vragen/wat-is-recht-van-hypotheek>

Maters, M.C. (2016). Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr? *Onderneming en Financiering*, 2016 (2). Geraadpleegd op 27 december 2020, van http://www.openaccessadvocate.nl/tijdschrift/ondernemingenfinanciering/2016/2/OenF_1570-1247_2016_024_002_004

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <http://www.jstor.org/stable/1809766>

Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <http://www.jstor.org/stable/1809167>

Nederlandse Vereniging van Banken. (z.d.). Basel 4. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <https://www.nvb.nl/themas/toezicht-financi%C3%ABle-markten/basel-4/>

Nieboer, N. (2009). Het lange koord tussen portefeuillebeleid en investeringen van woningcorporaties. (Proefschrift). Geraadpleegd op 25 december 2020, van <https://repository.tudelft.nl/islandora/object/uuid%3Ae632d903-4d05-4cea-a8ab-29eaf43089c5>

Paling, R. (2020, 9 april). *Geen financier meer te vinden voor winkels en hotels*. Geraadpleegd op 30 december 2020, van <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2020/04/geen-financier-meer-te-vinden-voor-winkels-en-hotels-101153160>

Petram, L. (2013). *De bakermat van de beurs. Hoe in zeventiende-eeuws de moderne aandelenhandel ontstond* (Vierde druk). Amsterdam, Nederland: Atlas contact B.V.

Reamer, N., & Downing J. (2017). *Investment: A History* (Eerste druk). New York, Verenigde Staten: Columbia University Press

Rijksoverheid. (2020, 12 december). *Belangrijkste belastingwijzigingen per 1 januari 2021*. Geraadpleegd op 29 augustus 2021, van <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2020/12/15/belangrijkste-belastingwijzigingen-per-1-januari-2021>

Rijksoverheid. (z.d.). *Prospectus verplicht*. Geraadpleegd op 3 januari 2021, van <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/corporate-governance/prospectus>

RTL Nieuws. (2020, 30 september). *Rente betalen bij Rabobank vanaf 2,5 ton spaargeld*. Geraadpleegd op 3 januari 2020, van <https://www.rtinieuws.nl/economie/beurs/artikel/5187156/rabobank-negatieve-rente-25-ton>

Schuld. (2020). In Van Dale Online. Geraadpleegd op 06 mei 2020, van <https://www.vandale.nl/gratis-woordenboek/nederlands/betekenis/schuld>

Trappenburg, N. (2019, 26 maart). *Bankloket nog maar op een kier voor vastgoedondernemer*. Geraadpleegd op 21 april 2019, van <https://fd.nl/achtergrond/1294119/bankloket-nog-maar-op-een-kier-voor-vastgoedondernemer>

Van der Spek, M.R., & Hoorenman, C. (2011). *Leverage: Please Use Responsibly*. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 17(2), 75-88. Geraadpleegd op 29 december 2020, van <http://www.jstor.org/stable/24884594>

Van Dijk, B.P., Van Berkel, J., & Jennen, M. (2009). *Rendement en risico van Nederlands vastgoed in Internationaal perspectief*. Voorburg, Nederland: IVBN

Van Enk, W. (2020, 18 december). *Onderzoek vastgoedparticipaties: Bokken worden van schapen gescheiden*. Geraadpleegd op 28 december 2020, van <https://propertynl.com/Nieuws/Onderzoek-vastgoedparticipaties-Bokken-woorden-van-schapen-gescheiden/1f4bd49c-ed2a-4a6a-a511-f3b8e893c06d>

Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M. A. J., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging* (Vijfde druk). Groningen/Houten, Nederland: Noordhoff Uitgevers B.V.

Van Kooten, R. (2010). *Beleggen in besloten vastgoedfondsen* [Masterscriptie]. Geraadpleegd op 27 december 2020, van <https://vastgoedbibliotheek.nl/#!/SingleDoc?find=BI:Beleggen%20in%20besloten%20vastgoedfonds&hitnr=1>

Van Oostvoren, M., & Rijnhout, L. (2006). *Beleggen met opties*. Amsterdam, Nederland: Pearson Education Benelux

Verhoef, W. (2007). Een objectieve fondsvergelijking voor vastgoed-CV's. „Benchmarks voor kwaliteit en kosten: koppeling tussen het bruto aanvangsrendement en de Total Expense Ratio“. Universiteit van Amsterdam. Afstudeerscriptie Faculteit der Economische Wetenschappen en econometrie, Afdeling Business & Economics.

Wiegerinck, E. (2020, 17 januari). *'Nederlandse banken terughoudend in vastgoedfinanciering'*. Geraadpleegd op 30 december 2020, van <https://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2020/01/nederlandse-banken-terughoudend-in-vastgoedfinanciering-101150866>

Bijlagen

Bijlage A – Vragenlijst

INTERVIEWVRAGEN

Algemeen

- 1) Wat is uw functie binnen de organisatie?
- 2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

SPEERPUNTEN

- 3) Maakt u gebruik van financiering?
- 4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?
- 5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?
- 6) Bij welk soort financierer trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)
- 7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?
- 8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?
- 9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?
- 10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?
- 11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?
- 12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?
- 13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?
- 14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?
- 15) Wat was de belangrijkste reden?
- 16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?
- 17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Bijlage B – Dataset prospectusonderzoek

Fondsnaam	Initiator	Financier	Jaar EGW	MGW	Soort OG	Overig	Total	Objecten/ Koopprijs	Koopprijs	Financiering	LTV	Rente	Reguliere aflossing	Exploitatieperiode jaarhuur	Huurindexatie p.j.	Exploitatiekosten BAR	(RR) Rendement	Equity	Fondsinvestering	
																				Koopprijs
Woningmaatschap Schagen	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	Stichting PVF Zakelijke Hypotheekfond	2011	147				147 € 135.374	€ 19.900.000	€ 11.300.000	82%	4,10%	2,00%	7	€ 1.122.763	27,5%	5,70%	7,40%	€ 5.450.000	€ 21.750.000
Woningmaatschap Uden	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	Stichting PVF Zakelijke Hypotheekfond	2011	193				193 € 136.528	€ 26.350.000	€ 20.758.000	79%	4,65%	2,00%	7	€ 1.502.676	20,0%	5,60%	7,10%	€ 7.100.000	€ 27.858.000
Woningmaatschap Waardenveer	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ABN AMRO Bank N.V.	2014	114				114 € 135.202	€ 17.485.000	€ 11.526.425	66%	4,20%	2,50%	7	€ 1.140.967	22,5%	6,20%	6,50%	€ 6.950.000	€ 18.476.425
Woningmaatschap Schiedam	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ABN Bank N.V.	2015	77				77 € 129.081	€ 9.939.250	€ 7.000.000	70%	3,00%	0,00%	7	€ 791.152	35,0%	7,60%	8,00%	€ 3.525.000	€ 10.525.000
Woningmaatschap Hengelo	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ABN AMRO Bank N.V.	2016	48				48 € 101.160	€ 16.200.000	€ 11.450.000	71%	2,60%	2,50%	7	€ 1.001.474	25,0%	5,80%	6,50%	€ 5.750.000	€ 17.200.000
Woningmaatschap Maasricht	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	Stichting PVF Zakelijke Hypotheekfond	2016	128				128 € 148 € 128.277	€ 18.905.000	€ 13.365.000	70%	3,20%	2,00%	7	€ 1.153.206	25,0%	6,30%	7,20%	€ 7.035.000	€ 20.400.000
Woningmaatschap Vijlen	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	Stichting PVF Zakelijke Hypotheekfond	2016	52				52 € 118 € 133.475	€ 15.750.000	€ 11.100.000	70%	2,75%	2,00%	7	€ 1.010.599	25,0%	6,10%	7,20%	€ 5.550.000	€ 16.650.000
Woningmaatschap Leeuwarden	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ABN AMRO Bank N.V.	2017	83				83 € 83 € 135.602	€ 11.255.000	€ 7.995.000	71%	2,35%	2,50%	7	€ 717.336	2,00%	5,60%	7,00%	€ 3.975.000	€ 11.910.000
Woningmaatschap Rotterdam	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2017	115				115 € 202 € 166.972	€ 33.728.300	€ 23.725.000	70%	2,52%	2,00%	7	€ 2.057.478	2,00%	5,60%	7,00%	€ 11.875.000	€ 35.600.000
Woningmaatschap Borneveld	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2018	80				80 € 300 € 151.453	€ 45.435.800	€ 32.000.000	70%	2,36%	2,00%	7	€ 2.160.188	1,70%	5,80%	6,70%	€ 16.000.000	€ 48.000.000
Woningmaatschap Leeuwarden	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2018	59				59 € 111 € 138.158	€ 17.555.500	€ 12.300.000	70%	2,60%	2,00%	7	€ 953.065	1,70%	5,10%	6,50%	€ 6.192.297	€ 18.492.297
Woningmaatschap Zoetermeer	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2018	18				18 € 110 € 170.275	€ 18.730.219	€ 13.270.000	71%	2,63%	2,00%	7	€ 1.027.389	2,00%	5,18%	5,28%	€ 6.580.635	€ 19.850.635
Woningmaatschap Rhoon	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ABN AMRO Bank N.V.	2019	56				56 € 283.808	€ 15.899.250	€ 10.500.000	66%	2,35%	1,50%	15	€ 688.669	2,50%	4,20%	4,74%	€ 5.900.000	€ 16.400.000
Woningmaatschap Nieuwerkerk	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2019	169				169 € 233 € 164.807	€ 38.400.000	€ 27.000.000	70%	2,90%	2,00%	7	€ 2.206.010	1,70%	5,46%	5,95%	€ 13.424.860	€ 40.424.860
Woningmaatschap Veghel	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2020	139				139 € 142 € 132.746	€ 18.850.000	€ 12.100.000	64%	2,25%	2,00%	7	€ 1.133.201	2,75%	5,70%	5,55%	€ 8.225.000	€ 20.325.000
Woningmaatschap Goes	Vastgoed Syndicering Nederland N.V.	ING Bank N.V.	2020	111				111 € 213 € 171.667	€ 36.565.000	€ 23.875.000	65%	2,50%	1,00%	7	€ 1.918.374	2,00%	5,00%	5,69%	€ 14.615.495	€ 38.494.495
Immo Huurwoningfond Nederland	Holland Immo Group	Berlin HypoAG	2017	375				375 € 377 € 128.302	€ 48.370.000	€ 30.500.000	63%	1,77%	1,25%	onbepaalde tijd	€ 2.988.690	2,00%	6,08%	7,60%	€ 23.000.000	€ 53.500.000
Residential Fund De Looswijk	Holland Immo Group	ABN AMRO Bank N.V.	2017	37				37 € 37 € 210.811	€ 7.800.000	€ 4.200.000	54%	2,93%	4,00%	onbepaalde tijd	€ 450.000	2,00%	5,65%	7,80%	€ 4.200.000	€ 8.400.000
IMMO HUURWONINGFONDS 2	Holland Immo Group	ABN AMRO Bank N.V.	2020	95				95 € 289 € 169.896	€ 29.235.000	€ 16.080.000	55%	2,00%	0,00%	7 tot 10	€ 1.425.200	2,54%	4,87%	6,60%	€ 16.235.000	€ 32.315.000
IMMO HUURWONINGFONDS 3	Holland Immo Group	Postbank - eme Niederlassung von Deutsche	2020	289				289 € 289 € 169.896	€ 49.100.000	€ 26.000.000	53%	1,28%	0,00%	7 tot 10	€ 2.447.741	2,90%	4,94%	7,40%	€ 27.880.000	€ 53.880.000
RESIDENTIAL FUND BERBERIS	Holland Immo Group	ABN AMRO Bank N.V.	2020	78				78 € 78 € 435.654	€ 33.981.000	€ 17.600.000	52%	2,13%	0,00%	7 tot 10	€ 1.605.154	2,50%	4,72%	7,60%	€ 20.140.000	€ 37.740.000
Duivende Woningen	Duivende Investerings N.V.	ING Bank N.V.	2020	181				181 € 251 € 255.256	€ 64.069.350	€ 36.780.000	57%	2,33%	0,00%	onbepaalde tijd	€ 4.451.094	2,00%	5,73%	6,30%	€ 53.699.380	€ 90.479.380
NL Woningfonds 1	NL Woningfondsen B.V. / Sectie5 Investments N.V.	ING Bank N.V.	2018	110				110 € 114 € 171.930	€ 19.600.000	€ 12.300.000	63%	2,25%	1,00%	onbepaalde tijd	€ 1.116.520	2,00%	5,73%	6,30%	€ 9.145.141	€ 21.445.141
NL Woningfonds 2	NL Woningfondsen B.V. / Sectie5 Investments N.V.	ABN AMRO Bank N.V.	2019	60				60 € 60 € 162.833	€ 9.770.000	€ 6.000.000	61%	2,40%	2,50%	onbepaalde tijd	€ 544.622	3,00%	5,73%	6,20%	€ 4.871.884	€ 10.871.884
NL Woningfonds 3	NL Woningfondsen B.V. / Sectie5 Investments N.V.	ING Bank N.V.	2020	99				99 € 102 € 191.176	€ 19.300.000	€ 11.500.000	59%	1,94%	1,00%	onbepaalde tijd	€ 1.008.675	2,50%	4,98%	6,70%	€ 10.138.697	€ 21.638.697
Duurzaamwoningen Fonds	Credit Linked Beheer B.V.		2018	47				47 € 34.045.000	€ 34.045.000				onbepaalde tijd	€ 1.710.638	2,40%	13,1%	9,00%			
Huurwoningen Nederland Fonds II	Credit Linked Beheer B.V.		2020	292				292 € 107.800.000	€ 107.800.000				onbepaalde tijd	€ 5.070.000	2,50%		9,00%			
EcoWoningen Fonds	Credit Linked Beheer B.V.		2019	149				149 € 81.000.000	€ 81.000.000				onbepaalde tijd		2,35%		7,90%			
Groenwoningen Fonds	Credit Linked Beheer B.V.		2020	347				347 € 132.990.000	€ 58.276.780		44%	2,40%	0,00%	onbepaalde tijd	€ 12.072.000	2,30%	4,59%	7,90%		
Huurwoningen Nederland Fonds (6e emi)	Credit Linked Beheer B.V.		2014	399				399 € 178.650.000	€ 178.650.000				onbepaalde tijd		2,75%	4,70%	9,60%			

C - Interviewtranscripten

Interview Hans Hage, NL Woningfondsen

2 juni 2021 11:00

1) Wat is uw functie binnen de organisatie?

Mijn naam is Hans Hage, mede directeur van NL Woningfondsen. Mijn functie kan je het best omschrijven als fondsmanager.

2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

Wij bepalen of acquisitie rendementstechnisch verstandig is om aan te kopen waarbij de risico's gemitigeerd moeten zijn omdat wij vanwege onze langdurige ervaring weten dat het niet altijd een opgaande lijn kan zijn. We kijken daarbij altijd naar de verschillende uitgangspunten zoals uitponden maar zeker ook doorverhuren. Bij een slechte markt kan je doorverhuren en bij een goede markt kan je uitponden en met uitponden kan je de financiering terugbrengen. En als je doorverhuurd moet je voldoende huur genereren om de rente en aflossing te kunnen voldoen. Er moet voldoende liquiditeit binnen het product aanwezig zijn. Wij zorgen hier voor door te zorgen dat er voldoende geld bij de start van het fonds is om tegenvallers op te vangen. Dat is in feite de relatie met de investeringsbeslissing. Dus risicoavers voor particuliere belegger in het kader van het denkpatroon van particuliere beleggers investeringsbeslissingen voor te leggen aan de uiteindelijke kopers, in dit geval de stichtingsbestuurders. Ik houd mij ook bezig met financieren want het is een belangrijke onderdeel van je uiteindelijke rendement vanwege de hefboom. Een hefboom zorgt natuurlijk voor een beter rendement. In het verleden financierden we tot 75 procent, banken waren daar ook toe bereid. Sterker nog, in het verleden waren er ook banken die de eigen inleg van de participanten financierden. Dus dan had je een honderd procent gefinancierd product. In de loop der tijd is dat niet meer mogelijk. Je moet risico lopen over je geld, zegt de fiscus ook tegenwoordig. De 75 procent is dan ook vrij algemeen naar een 60 tot 65 procent LTV gegaan. En zolang de rente lager is dan het rendement kom je positief uit. Indien de rente hoger wordt dan het rendement zullen we minder gaan financieren en meer met eigen kapitaal gaan doen.

3) Maakt u gebruik van financiering?

Ja, wij rekenen op zo'n 60 procent financiering. Dat mag een afwijking hebben van circa 5 procent.

4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?

Naast de hefboomwerking en het verbeteren van het rendement heb je sneller een product geplaatst door financiering. Hoe hoger de financiering des te minder equity je hoeft op te halen. De hoofdreden is echter dat het verstandig is om te financieren maar daarbij moet je wel de risico's van de financiering mitigeren. Om een zijstapje te maken, je ziet bijvoorbeeld vaak nieuwbouwproducten op dezelfde wijze gefinancierd worden en er vanuit wordt gegaan dat de markt goed blijft. Zolang dat zo is, is het niet zo erg. Echter bij een nieuwbouwfinanciering waarbij de markt minder wordt dan zal het product waar het in zit de bank ook tevreden moeten stellen met een hogere aflossing. Als je de woningen allemaal al verhuurd hebt en je zit met een bepaald onderhoudspatroon dan kom je al heel snel geld tekort. Vaak zie je dan ook nog eens dat er wordt gefinancierd voor een bepaalde tijd, waarbij de looptijd van de financiering niet overeenkomt met de looptijd van het product. Als je dus financiert moet je kijken naar wat voor soort vastgoed het is en of je de stresstest kan doorstaan. Ik heb twee crisissen meegemaakt en er zijn behoorlijk wat fondsen omgevallen in de loop der tijd omdat ze dat

niet gedaan hebben en altijd zijn uitgegaan van het succesverhaal. Als wij nu bijvoorbeeld een sterke rentestijging krijgen, wat zomaar kan met inflatie. Omdat bijvoorbeeld grondstoffenprijzen gaan stijgen dan gaan de prijzen stijgen en als die gaan stijgen gaat de rente stijgen. Kijk je naar de niet geliberaliseerde markt, daar is nu geen huurstijging. In de vrije markt wordt over het algemeen 2,3 procent verhoogd. Als je echter de helft in de niet geliberaliseerde sector verhuurd heb je in totaal dus maar een huurstijging van een ruime 1 procent. Dat ligt lager dan de inflatie. Dat zijn allemaal aspecten die je mee moet nemen indien je tot een goed fonds wil komen voor particulieren, die over het algemeen alleen maar kijken “wat krijg ik op mijn bankrekening”. Ondanks dat een toezichthouder aangeeft dat je de risico's moet beschrijven in de prospectus, wordt dat nauwelijks gedaan. Dit geeft een sterke verantwoordelijkheid voor de fondsaanbieders en ook voor banken. Als fondsaanbieder heb je de verantwoordelijkheid om te zorgen dat je ook in een tegenvallende markt door kan rollen met het fonds om te zorgen dat de particulieren niet een deel of hun volledige inleg kwijt zijn.

5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?

nvt

6) Bij welk soort financier trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)

Altijd bij banken. Om de eenvoudige reden dat als een belegger in de prospectus ziet dat er gefinancierd wordt door andersoortige “equitypartijen” ze daar geen goed gevoel bij krijgen. Als ze bijvoorbeeld ING zien staan wekt dat vertrouwen. Als er een bank uit bijvoorbeeld de emiraten staat dan krijg je daar als fondsinitiator al vragen over.

7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?

Uiteraard de rente en wat er afgelost moet worden bij de verkoop van de onderpanden. Als je met 100 woningen begint dan komen er geen 100 woningen bij, het is een gesloten product. Gedurende de looptijd ga je verkopen en breng je het risico terug. Indien je minder hoeft af te lossen naar de bank dan kan je versneld je eigen inleg terugbetalen aan de participanten waarmee hun risico afneemt. Dat betekent ook vaak dat ze een hoger rendement hebben op basis van de resterende portefeuille die in het fonds zit. Dus we kijken naar de hoogte van de aflossing en naar de boeterente. Dat proberen we te ondervangen door een inschatting te maken van de mutatiegraden en uitponding zodat we inschatten hoeveel woningen we bijvoorbeeld na 3,5 of 7 jaar nog in bezit hebben. Hier proberen we de leningen dan aan gelijk te stellen. Je probeert dus een inschatting van mutatiegraden. Deze zijn echter sterk afhankelijk van de economische omstandigheden en bijvoorbeeld ook de gezondheidsomstandigheden. We hebben bijvoorbeeld tijdens corona gezien dat mensen langer in een woning blijven wonen. Als je bijvoorbeeld wil verhuizen maar je kan geen keuken bestellen, dan ga je nog niet verhuizen. We zien daardoor dat de mutatiegraad behoorlijk terugvalt. Een ander belangrijk aspect is de hoogte van de financiering. Daarbij is ook belangrijk hoe de bank kijkt naar bijvoorbeeld LTV convenanten. Wordt de LTV na één jaar bekeken of naar twee jaar. Die termijnen vinden wij ook belangrijk omdat het natuurlijk net zo kan zijn dat een mindere taxatie is op een bepaald moment. Denk bijvoorbeeld aan de coronacrisis. De woningmarkt is toevallig behoorlijk omhoog gegaan maar dat hadden we met zijn allen niet zo verwacht. Als de corona weer voorbij is zou je weer in een normale situatie kunnen komen. Wij vinden het dus belangrijk dat de bank de LTV bekijkt over een wat langere periode.

8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?

De convenanten vinden wij erg belangrijk. Dit omdat je met verwachtingen aan koopt en je nog niet direct weet hoe het gaat lopen. Over het algemeen zie je na het eerste halfjaar tegen welke prijs je

woningen kan wegzetten in de verhuur danwel in de verkoop. Als de convenant zo gesteld is dat je al heel snel extra aflossingen moet doen omdat de LTV of de DSCR onder druk komt te staan dan wil je dat vermijden. De eerste paar jaar wil je het goed kunnen managen en neerzetten en op basis van de realiteit een heroverweging willen maken in samenspraak met de banken. Laatst is dit bijvoorbeeld gebeurd door nieuwe afspraken te maken over de aflossing bij verkoop omdat de uitponding toch een stuk sneller ging dan verwacht. Je moet zorgen dat je in overleg met de financier bepaalde zaken kan aanpassen. Die convenanten zijn dus erg belangrijk. Je wil namelijk niet direct aan de participanten berichten dat je extra moet aflossen omdat het product een klein beetje tegenvalt in het begin. Die voorwaarden zijn belangrijker dan of het 55 of 60 procent gefinancierd is, want dan halen we gewoon vijf procent extra op. Je moet particuliere niet voor verassingen zetten, vanuit die visie moet je denken.

9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?

Vroeger kon je altijd wel financieren en tegenwoordig kijkt de bank zelf ook naar haar portefeuille. Een bank zal sneller zeggen “we doen het nu even niet” om reden van risico of dat er teveel in een bepaalde categorie gefinancierd wordt. Dat was vroeger niet zo, je kon altijd financieren. Het was toen meer een concurrentiestrijd op basis van percentage en enkele voorwaarden. Nu is het meer een concurrentiestrijd die begint bij welke banken nog financieren. Je kan er niet meer vanuit gaan dat banken financieren. Buitenlandse banken financieren over het algemeen sneller dan Nederlandse banken. Vroeger werd er meer gekeken vanuit de productie van de bank en tegenwoordig meer vanuit het risico. Mijn vorige werkgever, Staalbankiers, is onder andere omgevallen omdat er teveel gefinancierd werd vanuit de productie. Daardoor zijn er behoorlijke stropenpotten gekomen bij banken en zijn er stresstest gekomen om te beoordelen of ze bestand zijn tegen verminderde economische situaties.

10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?

De hoogte van de financiering en dat banken vroeger eigenlijk altijd wel financierden en tegenwoordig sneller niet zullen financieren omdat ze er te veel risico in zien of niet te veel in een bepaalde categorie willen financieren.

11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?

Wij gaan al heel vroeg in overleg met de mogelijkheden voor de financiering. Een gefinancierd product is afhankelijk van zijn financiering en een afgeleide daarvan is de bieding. Vroeger gingen we eerst het vastgoed kopen en vervolgens financieren. We realiseren ons nu dat wanneer we iets aankopen we ook moeten kijken of het te financieren is. Als bijvoorbeeld ING zegt dat ze geen op een bepaalde locatie niet te willen financieren, dan weten we dat we ons daar niet mee bezig hoeven te houden. Op het moment dat je dus iets aangeboden krijgt denk je al aan de bank.

12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?

Nee. Hoogstwaarschijnlijk zou je de financiering m/z het vastgoed wel ergens gefinancierd kunnen krijgen maar je krijgt het dan niet meer uitgelegd aan particulieren. Een particulier wil gewoon recht toe recht aan en een naam van een financier waar hij vertrouwen in heeft. Ik heb al voor 1,1 miljard aan woningvastgoed in Nederland gekocht en onder particuliere beleggers geplaatst in ruim dertig jaar tijd en heb geleerd dat producten uitlegbaar moeten zijn. Als dat zo is hebben particulieren vertrouwen en krijg je een repeterend product. Daar moet je aan denken als je dingen koopt. Particulieren beleggen vaak “in the blind”, ondanks de AFM goedkeuring etc. Daarom heb je een grote verantwoordelijkheid als fondsenbouwer.

13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?

De rendementen zijn gedaald. We begonnen vroeger met 9 procent rendement. De rente was destijds echter ook rond de 7 à 8 procent. Uiteindelijk is het rendement heel lang blijven hangen rond de 6 procent (ongeacht de economische situatie). Je ziet het nu afvlakken naar 4 à 5 procent. Ik denk in deze tijd, waarbij je 0,5 procent rente betaald over je spaargeld, dat 4 procent ook een goed rendement is mits je deze risicoavers kan beleggen. Desgevraagd wordt er aangegeven dat beleggers wel graag een cashrendement ontvangen maar dat het geld dat ze ontvangen eigenlijk ook weer willen beleggen, waarvoor niet voldoende product beschikbaar is. Als ze het op de bank moeten laten staan moeten ze vaak geld betalen dus laten ze het liever renderen. We krijgen nu bijvoorbeeld vaker de vraag waarom we zouden uitponden omdat het geld nu goed staat. Heel veel particulieren zien dit als een postzegelverzameling waarbij ze van elke serie een postzegel willen hebben, maar dan moet je wel het product hebben. Toen ik begon waren er misschien vijf of zes fondsaanbieders actief, voornamelijk omdat woningen werden gezien als arbeidsintensief ten opzichte van bijvoorbeeld kantoren of Retail. Langzaam werd steeds duidelijker dat woningen een schaars product is waardoor de prijzen zich behoorlijk ontwikkeld hebben naar de bovenkant. Waar er vroeger dus vier of vijf partijen met residentieel vastgoed bezig waren zijn het er nu misschien wel 40. Als er nu dus iets op de markt komt dan gaan er ook gewoon 20 bieden. Dat weten de participanten ook. Die zeggen daarom dus daarom dus vaker “laten we me maar doorverhuren in plaats van uitponden”. Dan heb ik wel een lager rendement maar dan rendeert het nog. Zo zit het product echter niet in elkaar. Het product is gebaseerd op kopen en verkopen. De enige toets die plaatsvindt op het moment die leeg kom is voor welke factor je de woning verkoopt. Is dat bijvoorbeeld onder de 23 keer, dan moet je overwegen om (tijdelijk) door te verhuren. De huidige markt is echter zo geëxplodeerd dat je vaak beter kan verkopen.

14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?

Zie bovenstaand

15) Wat was de belangrijkste reden?

Zie bovenstaand (verandering in de markt en contact met participanten).

16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?

Zoals eerder aangegeven nemen we in een vroeg stadium contact op met de financier om globaal de mogelijkheden en percentages (rente / hoogte financiering) door te nemen. Dit nemen we mee om te bepalen bij wat we kunnen bieden. Uiteraard loop je dan alsnog een risico dat tussentijds de rente stijgt of dat bijvoorbeeld de banken hun risico-opslag verhogen. Wij houden daarom bijvoorbeeld dagelijks de rente in de gaten.

17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Wat is ons geval erg belangrijk is, is de administratieve afhandeling. Bijvoorbeeld hoeveel er afgelost moet worden per woning, dat de notaris goed geïnformeerd is, etc. Ook bijvoorbeeld de kosten voor de vergoeding voor vervroegde aflossing is belangrijk. Als je bij 100 woningen € 250,- moet betalen of € 500,- dan scheelt dat uiteraard. Het zijn allemaal “kleine” dingen, maar die kleine dingen maken nou net vaak het extra rendement. Ook het persoonlijke contact vind ik erg prettig, dat je met elkaar kan overleggen. In de zeven jaar van een financiering kan er nog al wat veranderen en het is dan prettig als je met de financier in gesprek kan blijven.

Interview Reinout Overbeek, Vastgoed Syndicering Nederland N.V. 20 mei 2021

10:00

1) Wat is uw functie binnen de organisatie?

Ik ben één van de vier directeuren van Vastgoed Syndicering Nederland. We werken hier met 20 man en we bouwen al 20 jaar woningfondsen. We richten ons hierbij enkel op woningen in Nederland en op particuliere beleggers. VSN heeft ongeveer 4000 woningen in beheer in ongeveer 50 fondsen. De meeste fondsen hebben wij zelf geïnitieerd. Twee fondsen hebben wij destijds overgenomen van Bouwfonds en zes oude ING fondsen hebben wij overgenomen van CBRE en vier fondsen van Staalbankiers.

2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

Wij zijn een klein bedrijf. Als het om investeringsbeslissingen gaat doen we dat collectief binnen de directie. Ik ben niet als eerste verantwoordelijk voor de acquisitie van de woningen en de investeringen maar binnen de directie nemen we de beslissing gezamenlijk. De besluitvorming gaat bij ons organisch. Wij hebben geen investment comité of iets dergelijks. Met elkaar beoordelen we of een propositie interessant is. Wij maken een rendementsmodel en kijken of basis daarvan wat wij zouden kunnen betalen. Het rendementsmodel moet uiteindelijk een rendement laten zien wat interessant is voor de participant anders kunnen we niet plaatsnemen. En van tevoren zit daar ook de afweging of er een financiering bij past die bijvoorbeeld ING of ABN Amro kan fiatteren. Het is dus een afweging tussen prijs die je betaald met daarbij een inschatting van de financiering die mogelijk is en het gewenste rendement dat we aan willen bieden aan onze participanten.

3) Maakt u gebruik van financiering?

Ieder fonds heeft een financiering, wij doen niks zonder financiering.

4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?

Puur vanwege de hefboomwerking. Wij trekken meestal 35 tot 40 procent eigen vermogen aan en de rest extern als bankfinanciering.

5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?

nvt

6) Bij welk soort financierer trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)

Enkel banken en daar schaar ik voor het gemak Syntus Achmea ook onder (ondanks dat het geen bank is uiteraard).

7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?

Omdat wij gefocussed zijn op alleen maar woningen in Nederland en particuliere beleggers, hebben wij een heel herkenbaar en repeterend product. Onze prospectussen lijken allemaal op elkaar en zijn volgens dezelfde structuur ingericht met daarbij ook zoveel mogelijk een zelfde financieringsstructuur. Dat is fijn want wanneer een participant van ons de prospectus krijgt en de uitnodiging om weer mee te doen zal die nooit verassingen zien. In algemeenheid is voor ons de voorspelbaarheid van belang dat wij de financiering weer zo kunnen doen zoals we daarvoor hebben gedaan. Belangrijk daarin is snelheid en flexibiliteit in meedenken in het acquisitietraject. Hierbij is vooral de snelheid erg belangrijk omdat wij het vastgoed aankopen zonder dat de plaatsing bij de participanten heeft plaatsgevonden waarbij wij wel een financieringsvoorbehoud opnemen. Dus hoe sneller wij het

commitment van de bank kunnen krijgen des te eerder wij ons bod definitief kunnen maken. Daarnaast is in het eerdergenoemde rendementsmodel de financiering één van de grote componenten die bepaalt hoeveel je kan betalen voor een portefeuille en het bepaalt daarmee dus je commerciële slagkracht in de markt.

Meestal past de Loan to Value wel en indien er bijvoorbeeld 5 procent minder wordt gefinancierd dan kunnen we vaak de participanten wel 5 procent meer eigen vermogen laten inbrengen. Dus dat gaat meestal wel goed. In de huidige competitieve markt merken we dat naast de rente als bepalende factor ook de betaalbaarheid heel bepalend is. Dit zien wij bij de verschillende financiers terug. ING werkt bijvoorbeeld met de Debt Yield norm en andere partijen kijken bijvoorbeeld met formule voor rente en aflossing (DSCR), maar uiteindelijk komt het ongeveer op hetzelfde neer en daar wringt het soms een beetje en dat heeft dan ook weer te maken met hoe een bank bijvoorbeeld kijkt naar de onderhoudslasten. Op basis van onze eigen ervaring kunnen wij deze onderhoudslasten goed inschatten. Wij hebben zo'n 4000 woningen door geheel het land bestaande uit zowel appartementencomplexen als eengezinswoningen en dat maakt dat we een hele goede dwarsdoorsnede hebben. Hierdoor kunnen we bijna op een half procent nauwkeurig inschatten hoe de vaste-/onderhoudslasten zijn. Naast de financiële parameters is voor ons de zogenaamde non-recourse bepaling belangrijk omdat wij een financiering vragen voor een fonds waar particulieren in deelnemen. Door de non-recourse bepaling loopt een participant loop risico met zijn inleg maar zal deze nooit voor meer aangeslagen worden dan enkel zijn inleg.

Wij moeten soms opboksen tegen partijen die zonder financieringsvoorbehoud bieden. Je hebt natuurlijk een aantal grote vastgoedfamilies die, als ze voor vijftig miljoen moeten afnemen, dat bedrag op de bank hebben staan dus daar moeten wij tegenaan werken. Maar we merken dat als we een financieringsvoorbehoud opnemen van een x aantal weken en we hebben een goede relatie met de bank en we hebben al afstemming gezocht dat het dan nog wel lukt maar je staat al wel zwakker dus hoe korter het financieringsvoorbehoud hoe beter.

8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?

De non-recourse bepaling is voor ons essentieel. Mochten financiers daar mee stoppen dan houdt het voor ons wel op dus die is essentieel. Uiteindelijk is voor ons de combinatie van financiële voorwaarden zoals de rente en aflossing en beperkingen in financiële convenanten die maakt dat we een bepaald bedrag kunnen bieden. Bij ons is de financiering essentieel voor wat we kunnen bieden. **Je noemt convenanten, in hoeverre zien jullie convenanten als een beperkende factor is een financiering?** Op zich vinden wij convenanten wel prettig in die zin dat we daarmee ook richting onze participanten kunnen zeggen dat je niet bijvoorbeeld tachtig procent Loan to Value moet willen financieren zonder aflossing en wanneer de markt inzakt en er wordt niet uitgepond dan los je daar niet uit af en dan blijft eeuwig je LTV op dat niveau en zodra de markt zakt dan springt je LTV omhoog waardoor je een onplezierig gesprek krijgt met de bank. Dus ook bij onze participanten leeft steeds meer het besef (anders dan 10 jaar geleden) dat je qua LTV niet te hoog moet starten en ook terug moet brengen in de loop der tijd. Dat geldt natuurlijk ook voor de betaalbaarheid. Wij hebben er ook niks aan als ineens de rente en aflossing niet meer uit de exploitatie betaald kan worden.

9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?

Ik kwam hier in 2012 en kwam net bij SNS Property Finance vandaan waar we natuurlijk ook al de malaise zagen en veel vastgoedfinancieringen in de problemen kwamen. Die marktsituatie heeft bij ons duidelijk de financieringsstructuur veranderd waar we ons overigens best wel prettig bij voelen.

10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?

Tien jaar geleden financierden wij ongeveer 70 procent en 30 procent eigen vermogen, dus een wat hogere LTV maar er werd geen reguliere aflossing gevraagd maar puur bij uitponden, bij individuele verkopen werd er afgelost. Als dan de markt instort dan stijgt de LTV maar er wordt nog steeds niet regulier afgelost en er wordt niks verkocht dus je blijft hangen op de hoge LTV. Toen hebben wij in al onze fondsen wel echt richting de participanten aangegeven “wees verstandig, we gaan de uitkeringen inhouden en zoveel mogelijk aflossing bij de bank om op een aanvaardbare LTV te komen.” Vanaf dat moment hebben wij bij de banken ook een andere soort financiering gekregen. Een iets lagere LTV bij aanvang, zo rond de 65 procent, en we hebben eigenlijk altijd een reguliere aflossing ongeacht uitponding. Dus die twee zaken (lage LTV en reguliere aflossing) is de grootste verandering geweest. Die verandering vind ik positief. Toen ik hier kwam hadden sommige fondsen een hoge LTV van soms wel tachtig of negentig procent doordat de markt was ingezakt. Als ik nu in onze portefeuille kijk zitten de meeste fondsen tussen de twintig, dertig of veertig procent. Een paar nieuwe fondsen zitten hoger maar zelfs in de nieuwe fondsen gaat de LTV hard omlaag door de goede verkopen. Indien de LTV erg laag is financieren wij soms bij verlenging van een fonds bij maar dan gaan we echt niet hoger dan vijftig of vijfenvijftig procent. Dat geeft voor ons heel veel rust, we weten dat als de markt nog een keer met twintig of dertig procent inzakt, we niet op te hoge LTV's uitkomen.

11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?

Wij merken wel dat bijvoorbeeld met een Debt Yield eis dat die soms beperkend wordt voor de hoogte van de financiering en daarmee dus beperkend wordt voor wat je kan bieden in de markt, wat op zich ook logisch is. Wij hopen dan dat we soms iets minder reguliere aflossing hoeven te betalen. Wat hierbij ook speelt is dat wij erg rendement gedreven zijn. In de prospectus komt een IRR te staan en één van de factoren die daarbij een rol speelt is de financiering maar participanten kijken ook naar het cash rendement. Je kan zeggen “goh we hebben een prachtig rendement hebben maar er wordt heel veel afgelost bij de bank en na zeven of tien jaar krijg je bij verkoop heel veel geld terug”, maar veel participanten zien een participatie in een fonds ook als hun pensioen dus dan is het ook fijn als er niet te veel regulier hoeft te worden afgelost want dan blijft er meer over voor cash uitkering.

12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?

Nee dan zouden wij het niet afnemen omdat we dan niet het beoogde rendement voor onze participanten kunnen halen.

13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?

Het is iedere keer aanvoelen voor welk rendement participanten nog in willen stappen. Wij zijn heel lang gewend geweest om zes, zeven tot soms zelf wel acht procent te laten zien in het prospectus. De laatste vijf à zes jaar is dit naar beneden gekropen. We zitten nu rond de vijf procent rendement wat we bieden. Vijf à zes jaar geleden dachten we dat daar geen participant voor zou willen instappen en nu willen ze graag.

14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?

Aandelen vinden sommigen eng, direct in vastgoed willen sommigen niet omdat het teveel gedoe is en bij de bank betaal je boeterente dus als wij achterin de vier procent bieden denk ik dat er nog steeds voldoende participanten instappen. Wij hebben de hele dag door contact met onze participanten en welke rendementen zij verlangen. In mijn periode hebben wij eigenlijk nooit moeite gehad participanten te vinden. Sterker nog, we zijn vaak binnen een dag volgetekend. Wat ook vervelend is omdat we daarmee mensen moeten teleurstellen.

15) Wat was de belangrijkste reden?

Zie bovenstaand (verandering in de markt en contact met participanten)

16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?

De financiering is allesbepalen en een essentieel onderdeel in ons rendementsmodel. Zeker indien er ook partijen meebieden die geen financiering nodig hebben en die met eigen kapitaal werken. Dat is ook de reden dat wij altijd zo snel mogelijk de rente proberen vast te zetten want als de rente ineens met een half procent stijgt dan duikelt je rendement al nog voordat je de prospectus hebt geschreven.

17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Nee. Ik vond het een logisch verhaal wat aansluit bij waar wij mee bezig zijn als we een fonds opzetten en welke rol een financiering hier in speelt, die is essentieel.

1) Wat is uw functie binnen de organisatie?

Ik werk bij Holland Immo Group. Ik ben mede oprichter en aandeelhouder en werkzaam als fundmanager. Wij zijn een fondsbeheerder met een vergunning van de AFM en wij richten beleggingsfondsen op dit onder de AIFMD wet vallen. Mijn rol daarin is fundmanager, wat inhoudt dat ik de prospectus maak. Wij hebben ook investment afdeling die ook met financiering bezig is. Ik moet me daar ook mee bezig houden om te weten hoe de structuur is en welke financiering er wordt gevraagd en tegen welke problemen we aanlopen.

2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

Ik vorm samen met mijn broer de directie. Als fundmanager ben ik nauw betrokken of een investering voor ons geschikt is of niet, dat doen we in overleg.

3) Maakt u gebruik van financiering?

Ja.

4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?

Vanwege het leverage effect. Met een stukje eigen vermogen en de rest financiering kan je een hoger rendement halen dan wanneer je enkel met eigen vermogen zou financieren. Dat is al sinds jaar en dag zo. Vroeger, tot net voor de kredietcrises, was de financiering vrij hoog tussen de 70 a 75 procent. Dat is nu een stuk minder, wij financieren zelf meestal rond de 50 tot 55 procent van de marktwaarde van het vastgoed.

5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?

nvt

6) Bij welk soort financierer trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)

In beginsel bij banken. ABN Amro financiert veel, de vroegere FGH bank en SNS heeft veel in het verleden gefinancierd. Daarnaast veel Duitse banken zoals Berlin Hyp, Düsseldorfer Hyp en Deutsche Hypo. Dat zijn banken de banken waar wij mee financieren. Ons Duitse vastgoed wordt voornamelijk door DZ Bank gefinancierd en ons Nederlandse vastgoed zowel door Duitse als Nederlandse banken. Daarnaast zijn wij ook bezig met een stuk bouwfinanciering omdat wij vastgoed altijd in de ontwikkelingsfase kopen en een turn-key aanneemovereenkomst hebben. Dat betekent dat we in het begin een echte bouwfinanciering hebben. Dat is wat moeilijker bij bepaalde Duitse banken. Wij hebben daarom gebruik gemaakt van een zogenaamde debt fund, Lasalle. Zij springen in dit gat. Wij zijn uiteraard daarnaast steeds op zoek naar nieuwe financieringsmogelijkheden omdat we niet te veel afhankelijk willen zijn van één of enkele banken.

Wij zijn eindbelegger en kopen in feite bestaande portefeuilles. Op dit moment is het zo dat om aan goed vastgoed te kunnen komen je ook al in de ontwikkelingsfase moet ingrijpen. Dat betekent dat wij vaak met ontwikkelaars samen een bieding doen op een project of een plot waarbij we samen met de ontwikkelaar kijken wat er kan worden gebouwd. Wij mengen ons dus al vroeg in het gesprek wat er gebouwd kan worden, zoals bijvoorbeeld zorgwoningen of normale woningen of een mix. Wij grijpen dus al heel vroegtijdig in en doen dan dus ook al een bieding. Wat we echter moeten voorkomen is dat we een ontwikkelingsrisico lopen. Dat betekent dat we altijd bij de verkoper danwel de verkoper/aannemer een turn-key overeenkomst sluiten (bijvoorbeeld een koop-

aannemingsovereenkomst) waarbij de totale projectsom vaststaat. Dat betekent dat als de aanneemsom later wat hoger is dat dit ten koste gaat van de overige stichtingskosten. Dat is omdat wij als belegger onze participanten dat risico van uitlopende kosten niet kunnen laten dragen.

Is de reden dat jullie naar debt funds kijken omdat zij de ontwikkeling wel willen doen en traditionele banken (misschien) niet? Ja. Doet de debt fund dan ook de eindbelegging of herfinancieren jullie zodra de bouw gereed is? Dat kan en hangt af van of wij elders herfinanciering kunnen krijgen. Wij hebben wel gemerkt dat een stuk bouwfinanciering voor sommige banken een te hoog risico is terwijl wij in feite de bouwkosten contractueel volledig afdekken, o.a. door een verzekering bij het waarborgfonds waardoor wij zeker weten dat als de aannemer failliet gaat het waarborgfonds er voor zorgt dat het project voor dezelfde kosten wordt afgerond. Het eindrisico is dus bijna helemaal afgedekt en dat zou ook betekenen dat er voor een bank weinig risico is. De term bouwfinanciering riekt al naar risico en banken zijn meer risico avers geworden.

7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?

Belangrijk aspect is in de eerste instantie de rente want die raakt het rendement van het fonds primair. Ander aspect is al dan niet de aflossing, ook die raakt het direct uitkeerbare bedrag in het fonds. Sommige banken zoals bijvoorbeeld ABN AMRO werkt met relatief eenvoudige kredietovereenkomsten. Duitse banken werken vaak met LMA documentatie. Dat kost heel veel tijd en heel veel geld omdat het door de Zuidas advocatenkantoren wordt gedaan. De kosten worden uiteraard verhaald op de lening nemer en kunnen oplopen tussen de 30.000 en 100.000 euro voor één financiering. Dat is vergeleken met een hypotheekakte bij de notaris een hoop geld. Wij vinden dat uiteraard ook zonde van het geld omdat het uiteindelijk moet worden opgebracht door de beleggers. Duitse banken zijn over het algemeen bijna één procentpunt goedkoper dan Nederlandse banken dus dat kan wel een overweging zijn om de extra kosten aan het begin voor lief te nemen. Verder kost het iets meer tijd en moeite om aan alle voorwaarden voor de LMA documentatie te voldoen. Maar dat is voor ons niet een onoverkomelijk bezwaar.

Als we een project gaan bekijken en bieding opstellen dan hebben we ons rendementsmodel al voor ogen en passen ons bod daar ook op aan. We gaan niet extra bieden met het risico dat het rendement onder de vijf procent zakt. We kijken heel sterk naar de output.

Zijn jullie woningen nu dan voornamelijk gefinancierd door Duitse banken aangezien ze zoveel goedkoper zijn? Onze woningfondsen worden voor het overgrote deel gefinancierd door Duitse banken.

8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?

De rente en de aflossing.

9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?

Ja, ik heb veranderingen gezien in de afgelopen 10 jaar zoals bijvoorbeeld de LTV. Ook wordt er meer gelet op compliance dat betekent dat je toch regelmatig per jaar of soms zelf per kwartaal aan de compliance moet voldoen dus moet laten zien dat bijvoorbeeld je LTV of DSCR of andere ratio's op orde zijn. Vroeger werd ook een LTV afgesproken maar werd er vervolgens niet meer naar gekeken.

10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?

Er wordt meer naar het vastgoed gekeken, bijvoorbeeld of het wel voldoende verzekerd is en dergelijke. Er wordt daarnaast minder gefinancierd, de LTV is omlaag gegaan van misschien 70 procent naar 55 of 60 procent. De algemene compliance is wat meer dan vroeger. Bijvoorbeeld Know Your

Customer is veel belangrijker geworden dan vroeger. Dus elke keer, ook al kent men ons al 20 jaar, dienen we dezelfde Know Your Customer informatie aan te leveren.

11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?

Sinds 2008 hebben wij ons beleggingsbeleid verschoven naar Duitsland. In 2007 waren Nederland de hoogtijdagen van de winkel en woningbeleggingen, de prijzen waren vrij hoog. Wij hebben toen een aantal fondsen verkocht en hebben vervolgens een wat vlakkere marktontwikkeling gezocht en dat was destijds in Duitsland het geval (nu ook niet meer). Omdat het Duits vastgoed was hebben wij dit laten financieren bij Duitse banken. Die financierden al minder dan Nederlandse banken, rond de 50 à 55 procent. Dat was prima om mee uit te komen. Zo zijn we ook de crisis doorgekomen. Sinds 2017 beleggen we weer in Nederlandse woningen/zorgwoningen. In de tussentijd is de situatie veranderd, de LTV's zijn lager. Dat betekent een lager rendement, het rendement wat we nu kunnen uitkeren ligt rond de 5 tot 6 procent waar dat vroeger tot 8 tot 10 procent was. Dat had te maken met de hogere leverage. De keerzijde daarvan is dat als het minder gaat het eigen vermogen sneller verdampt. Ik vind het gezond om rond die 50 tot 55 procent te zitten. Dat is ook bekend bij onze beleggers, zij zouden het gek vinden als wij nu met 70 procent LTV financieren, dat zou argwaan wekken. We bewegen met de markt mee.

12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?

Ik denk dat we dat dan niet zouden doen. Als je alleen met eigen vermogen gaat financieren gaat het rendement behoorlijk omlaag, rond de 2 à 2,5 procent en daar is op dit moment geen belegger voor te vinden. In de crisis, toen de banken gesloten waren, waren er initiatieven voor vastgoedfondsen om uitsluitend met eigen vermogen vastgoed aan te kopen en derhalve dus ook maar relatief beperkt rendement kon laten zien. De keerzijde daarvan is dat er geen banken nodig waren. Maar de grote gemene deler van beleggers is dat er wordt gekeken naar gezonde verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen.

13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?

De beleggers verwachten dat er ongeveer 5 à 5,5 procent kan worden uitgekeerd. Uiteindelijk wordt het duidelijk als de exacte rente bekend is. We zouden op dit moment een probleem hebben als we een fonds aanbieden met een rendement van 4,5 procent..

14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?

Dit percentage is in de loop der jaren omlaag gegaan en dit afhankelijk geweest van o.a. alternatieve beleggingsmogelijkheden. Vroeger kon je bijvoorbeeld een depositorente krijgen van 3,5 à 4 procent maar daar stond dan wel een hoger rendement op vastgoedbeleggingen tegenover vanwege ook meer risico's. De trend ten aanzien het rendementspercentage is dus verlaagd, maar het beweegt ook met de markt mee: vastgoed wordt duurder, de rente heeft een stijgende tendens waardoor er in de prijzen ook weer een balans moet worden gevonden

15) Wat was de belangrijkste reden?

Zie bovenstaand (verandering in de markt en contact met participanten).

16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?

Onze investeringsbeslissing wordt gebaseerd op wat we kunnen bieden in combinatie met de door ons veronderstelde financiering waarvan we weten wat banken ongeveer financieren. Door de combinatie van die twee factoren willen we uitkomen op een direct uitkeerbaar rendement van minimaal 5 procent, onze psychologische en commerciële ondergrens.

17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Het enige dat ik nog wil verduidelijken is dat we primair kijken naar de haalbaarheid van het project, we kopen uitsluitend nieuw vastgoed. Het belangrijkste aspect om een bod te kunnen doen is dat we een product kopen dat we aan het einde van de beleggingsperiode (zeven a tien jaar) kunnen verkopen. Wij stappen bijvoorbeeld niet in de retailmarkt, omdat we niet weten waar die markt naartoe gaat. Onze strategie is een reeks van gelijksoortige objecten in verschillende fondsen te kopen en deze na een aantal jaren te bundelen en in een grotere portefeuille aan te bieden aan institutionele beleggers, dat is het hogere doel. Daarbij moet wel het rendement tijdens de exploitatiefase kloppen. Als we weten dat we met debt funds moeten werken dan gaan de kosten omhoog omdat de yields waarmee zij werken veel hoger zijn dan een normale bank. Dat moet wel passen in het totaal waarbij je moet beoordelen of je op een voor de belegger interessant rendement komt. Op het moment dat je een bieding doet of verder gaat met het koopcontract moet je dus eigenlijk al een financier aan je gebonden hebben.

1) Wat is uw functie binnen de organisatie?

Mijn naam is Roy Stege. Ik ben financieel directeur bij Credit Linked Beheer en ben daarbij verantwoordelijk voor de financiën, participantenadministratie, IT, etc. en onderdeel van de directie.

2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

Ik ben verantwoordelijk voor het aantrekken van financieringen en ben uiteraard ook betrokken bij de aankoopbeslissingen van projecten.

Met betrekking tot de aankoop van projecten hebben wij wekelijks een acquisitieoverleg waarin voorstellen die langskomen besproken worden. Bij dit overleg zijn de mensen van acquisitie en de directie aanwezig. Wij beheren op dit moment vijf fondsen. Aan de hand van het beslisdocument wordt beoordeeld in welk fonds het project het beste past. Dit wordt veelal bepaald door de liquiditeit die aanwezig is in een fonds. Verder ligt natuurlijk het beleggingsbeleid in de prospectus vastgelegd, dus daar wordt een project die binnenkomen langs gelegd. Er wordt dus altijd gekeken naar welke ruimte er is om te acquireren en wat hebben we precies nodig. Wij hebben bijvoorbeeld twee fiscale groenfondsen, daar heb je het liefst grondgebonden woningen in met een groenverklaring. Zo kijken wij per fonds wat mogelijk is en wat niet.

Voor het aantrekken van een financiering hebben wij geen comité, maar bespreken dit ook tijdens het acquisitieoverleg en daarnaast met de andere directieleden. De praktijk is dat ik veelal ik een voorzet doe voor hoe we de financiering zouden kunnen structureren en daar zoeken we dan een passende financier bij. Inmiddels hebben wij contact met meerdere financiers dus wij weten wat een financier wel of niet kan.

Daar zitten best veel verschillen tussen. Het financieren van de belegging, wanneer een pand opgeleverd is, dat kunnen best veel banken. Dan is het een kwestie van relatie onderhoud, de scherpte van de bieding en de mix van financiers die je wil hebben. Met name omdat wij nieuwbouwbezit hebben is het voor ons belangrijk dat er ook een stuk bouwfinanciering beschikbaar is. Tot twee jaar terug hadden wij geen bouwfinanciering in de fondsen en in 2020 hebben we de eerst bouwfinanciering bij ING gekregen. Dat helpt om het fonds sneller op te bouwen. Als je een bestaande portefeuille koopt dan weet je wat je koopt en heb je direct een huurstream. Zowel Duitse als Nederlandse financiers kunnen dat makkelijk financieren. Met name het aspect van de financiering van de bouw is soms moeizamer. Daarbij zie je ook verschillen tussen de financiers. Duitse financiers financieren enkel de bouw in de 4 grote steden vanaf circa € 20 tot 25 miljoen. Bij ING zien we nu ook meer mogelijkheden, wat ook te maken heeft met de groei en professionaliteit van Credit Linked Beheer. Met een andere Nederlandse financier hebben wij een rekening courant overeenkomst om 10 projecten te financieren. De rekening courant overeenkomst is bij de bouw van een fonds eigenlijk de perfecte overeenkomst waarbij je meerdere projecten onder één rekening courant kunt scharen. Uiteraard wel met drie partijen overeenkomsten en dergelijke aspecten maar waarbij je één facilititeit hebt waaruit je kunt trekken over meerdere projecten.

Om een voorbeeld te geven; wij hebben voor € 76,5 miljoen gecommiteerd en wij kopen nu voor 150 miljoen aan projecten. Daar zal uiteindelijk een beleggingsfinanciering voor komen van rond de 100 miljoen. Met de rekeningcourant overeenkomst van 45 miljoen om de projecten neer te zetten. Omdat het ene project een jaar eerder is opgeleverd dan het andere waardoor je niet precies per project een bouwfinanciering nodig hebt.

3) Maakt u gebruik van financiering?

Ja.

4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?

We hebben een beleggingsproduct en die gaat uit van financiering. Het is uiteindelijk het hefboomeffect die natuurlijk moet spelen om uiteindelijk het juiste rendement voor de belegging te maken.

5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?

nvt

6) Bij welk soort financierer trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)

Op dit moment enkel bancaire financiering, dat is ook zo in de prospectus opgenomen. Brugfinancieringen mogen wij wel afsluiten maar dat is tot nu toe nog niet nodig geweest dus tot op heden enkel nog bancaire financieringen.

7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?

In de prospectus zijn uitgangspunten voor de financiering opgenomen zoals wanneer ben je in soft default, wanneer in hard default. Dat soort aspecten zijn in de prospectus opgenomen en die spelen een rol bij het aantrekken van de financiering. ING was onze eerste financier en die afspraken zijn min of meer als uitgangspunt genomen. Wij hebben bijvoorbeeld LTV afspraken dat indien de LTV boven de 70 procent komt er eerst wordt gecashsweept om weer onder de 70 procent te komen. En bijvoorbeeld de ICR als die boven de 3% komt op basis van de 5 jaars rente dat er dan ook wordt gecashsweept. De enige opeisbaarheid bij ING is op het moment dat de DSCR onder de 1,3 zit. Op deze afspraken hebben wij deels zelf invloed en ondanks dat het niet bij alle financiers lukt proberen we daar wel zo dicht mogelijk bij te blijven. Dus enerzijds is het tarief voor ons belangrijk en anderzijds de voorwaarden.

8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?

Tuurlijk is het tarief belangrijk om het rendement te kunnen maken. Bij Duitse financiers is het tarief vaak beter maar daar hangen wel meer voorwaarden aan vast. Wat verder belangrijk is dat wij bijvoorbeeld LTV afspraken hebben zoals wanneer de LTV onder de 55 procent komt wij niet meer hoeven af te lossen. **Indien Duitse banken goedkoper zijn, waarom financieren jullie dan niet alles bij Duitse banken?** Duitse banken kunnen niet de bouw financieren in combinatie met dat Duitse banken vaak een bepaald volume nodig hebben voordat ze kunnen financieren. Daarnaast krijgen onze fondsen inmiddels een dermate grote omvang dat het nooit bij één financier terecht kan. Bij onze groenfondsen hebben wij elk jaar circa 20 tot 30 miljoen aan financiering nodig bij verschillende werkmaatschappijen. Die financieringen zijn wat complexer en logischer om bij een Nederlandse bank te doen. Dat neemt niet weg dat we bij een herfinanciering misschien een keer een portefeuille kunnen samenstellen die voor een Duitse bank interessant kan zijn. Daarnaast speelt natuurlijk ook de relatie die wij met banken hebben. ING was bijvoorbeeld de eerste bank die Credit Linked Beheer wilde financieren. Wat uiteraard van belang is dat we het beste doen in het belang van de participant. Bijvoorbeeld bij HWF zal het een combinatie worden van Berlin Hyp en ING. We willen daar naar een fonds groeien van rond de € 600 miljoen met circa € 300 miljoen externe financiering. Ik ga er vanuit dat dat ongeveer 50/50 tussen Berlin Hyp en ING zal zitten. Wat daarbij uiteraard ook belangrijk is,

welke bank op dat moment beschikbaar is. Vorig jaar was ING natuurlijk een tijdje even dicht. In die periode gingen we ook op zoek naar andere financiers. Wij willen zelf ook geen afhankelijkheid van één financier. Je houdt elkaar scherp en het is goed om meerder alternatieven naast elkaar te hebben. Wat vorig jaar wel helder is geworden is dat veel banken een duurzaamheidsdoelstelling hebben en hun portefeuille die ze financieren willen verduurzamen en dat het product waar wij in beleggen, nieuwbouwwoningen, daar heel erg goed in past. Daarnaast is de waarde ook tijdens corona tijd stabiel gebleven, weinig leegstand, weinig problemen. Dat is natuurlijk anders dan bijvoorbeeld de Retail of de horecasector.

9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?

Ik denk dat banken een stuk kritischer zijn geworden in wat ze wel en niet financieren, ze zijn risicoaverser geworden. Eigenlijk meer terug naar de kern: financieren. Als je kijkt naar de periode voor de vorige crisis tussen 2003-2008, toen ik bij MAB zat, toen zag je dat banken bij ontwikkelingsfinancieringen veel verder gingen. MAB had destijds een aantal 50/50 joint ventures met een financier waarbij MAB de ontwikkelingskennis inbracht en de financier het geld, waarbij in feite de bank er ook risicodragend in zat. Dat zijn constructies die je nu niet meer ziet.

10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?

Als je het over de afgelopen 20 jaar bekijkt denk ik dat financiers meer terug zijn gegaan naar hun kerntaak financieren. Ik zit nu bij een belegger en hiervoor bij Bouwfonds waar ik minder te maken had met financieringen maar als ik kijk naar de bouwfinanciering van nieuwbouwwoningen dan zie ik dat dat lastiger is. Dit terwijl in mijn ogen het risico niet zo groot is. Ik zie bij banken dat ze veel bewuster de keuze maken wat ze wel en niet willen financieren. De vastgoedmarkt is de laatste 10 jaar natuurlijk ook erg veranderd. Als je kijkt naar Retail was dat rond 2000 tot 2010 booming. Als je een Retail project neerzette waren de supermarkten de partijen die de minste huur betalen en de partijen er omheen veel meer huur. Die markt is compleet omgekeerd. Retail is gigantisch naar internet verschoven. De kleine wijkwinkelcentra met een supermarkt en bakker etc. doen het nog goed maar wijkwinkelcentra met mode er in is kansloos. Dat zie en hoor ik ook in de markt dat die veel minder goed financierbaar zijn. Echt grote winkelcentra die veel mensen trekken zoals bijvoorbeeld Hoog Catharijne dat zal nog wel ok zijn. Door corona zijn ook kantoren lastiger geworden.

Ik zie verder dat de financiering van grondposities nu nauwelijks nog gedaan wordt. Wat de vorige crisis wel heeft geleerd is dat banken soms gedwongen worden op basis van regelgeving om actie te ondernemen terwijl ze misschien ook wel weten dat de financiering in de basis wel goed is. In de vorige crisis hebben we gezien dat banken soms een jaar lang dicht waren en alleen maar bezig waren met hun portefeuille op orde brengen. Door boekhoudkundige regels worden banken soms geregeerd. Als een LTV onder water staat maar het is wel volledig verhuurd, dan kan het een tijdelijke dip zijn. Als je weet dat er een onderliggend tekort aan woningen is dan zou het weer goed moeten komen en dat is nu ook wel bewezen.

11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?

Bij Credit Linked Beheer zie ik dat, nu we groter worden, dat financieren makkelijker wordt omdat je een bewezen track-record hebt, dat is anders dan in het begin zes à zeven jaar terug bij de eerste financiering. Ik denk dat de laatste vijf jaar bij banken ook gezien is dat de residentiele markt goed en stabiel is gebleven. Dat helpt eveneens naast het track-record. Daarnaast is er natuurlijk het tekort aan woningen. Zowel wij, als Credit Linked Beheer, en de banken bij willen dragen aan een maatschappelijke doelstelling om dit tekort terug te dringen.

12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?

Wij kunnen enkel financieren als we geld hebben. Theoretisch kan het zo zijn dat we een project zouden willen aankopen en nergens financiering kunnen krijgen. Dan kunnen we het project niet aankopen.

13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?

Het flauwe antwoord is dat op dit moment alles beter is dan het op de spaarrekening laten staan. Wij zijn echt een Retailfonds, participanten kunnen bij ons beleggen vanaf € 5.000,-. De meest gestelde vraag is hoe vaak wij dividend uitkeren, wat het percentage is en hoe men uit kan stappen. De fondsen zitten tussen de vijf en zeven procent direct rendement. Wat wel bijzonder is aan wat wij doen is dat wij vanaf dag één het lange termijn verwachte dividend op basis van de lange termijn exploitatieverwachting uitkeren. In de eerste twee jaar, tijdens de bouw, heb je eigenlijk geen huurstroom. Door te investeren voegen we waarde toe en door de beschikbare liquiditeiten kunnen we al dividend uitkeren. Als we zouden zeggen dat participanten de eerste twee jaar geen dividend zouden krijgen maar daarna 7,5 procent dan zou niemand instappen. Terwijl als je kijkt naar de kasstromen vanuit de exploitatie dan zou dat wellicht logischer zijn. Er is destijds voor gekozen om een lange termijn verwachting te creëren op basis waarvan wij uitkeren. Mochten wij tussentijds zien dat bijvoorbeeld de huizenprijzen of de huren naar beneden gaan, dan kunnen wij bijsturen in de dividend. De handelskoers ontwikkeling is daarbij een belangrijk instrument.. Ik denk dat wij de grootste fondsbelegger zijn waarin particulieren kunnen beleggen in nieuwbouwwoningen. Het voordeel van nieuwbouwwoningen is dat je meehelpt aan de verduurzaming, over 10 jaar zijn het nog steeds jonge woningen en ze zijn energiezuinig. Het grootste nadeel is dat je tijdens de bouwfase jaar geen huurinkomsten hebt. Het is een lange termijnbeleggingsproduct en geen product voor één à twee jaar.

14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?

Zie bovenstaand

15) Wat was de belangrijkste reden?

Zie bovenstaand (verandering in de markt en contact met participanten).

16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?

Voor de aankoopbeslissing zelf kijken we niet naar de financiering maar puur naar het project zelf. Vanuit liquiditeitsoogpunt kijken we wel of er een bankfinanciering nodig is. Bij kleine projecten speelt dat minder. Bij grote projecten kijken wij welke ruimte wij hebben in de kasstroom in combinatie met de bereidheid van financiers om te financieren. Wij bespreken een (mogelijke) aankoop dan al wel in een vroeg stadium met onze financiers om gevoel te krijgen hoe zij er in staan.

Onze rendementseisen zijn op fonds niveau, waarbij vaak nog niet alle projecten bekend zijn op het moment dat een participant in het fonds stapt. Dit wijkt af van sommige andere fondsaanbieders waarbij enkele objecten worden gekocht en daar direct de financiering aan wordt gekoppeld. In het prospectus hebben wij uitgangspunten staan voor de investering staan. Bijvoorbeeld in geen enkel fonds kunnen wij lager gaan dan een BAR van 4 procent. Stel dat wij bijvoorbeeld een project kunnen aankopen voor een BAR van 4,2 procent en wij hebben een restrictie van 4,3 procent dan kunnen wij niks. Ook al zou de financieringsrente dan bijvoorbeeld de helft zijn, dan nog kunnen wij niks. Wij

zouden dan eerst goedkeuring moeten vragen aan participanten moeten vragen maar dan ben je een half jaar verder. Dus in de prospectus ligt de randvoorwaarde vast en de aankoopbeslissing wordt puur op de BAR gebaseerd.

17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Is verwerkt in bovenstaande vragen.

1) Wat is uw functie binnen de organisatie?

Ik werk bij Duinweide Investerings, een vastgoedfondsinitiator. Mijn functie is heel breed. Formeel is mijn titel het Investment Manager/ Fund Manager. In de praktijk betekent dat ik samen met de commercieel directeur van Duinweidemedeverantwoordelijk voor het hele commerciële spectrum van het bedrijf zoals acquisitie, verkoop, verhuur en het contact met de financiers van de verschillende vastgoedfondsen. Duinweide richt zich op convenience winkelcentra (supermarkten) en op jonge/nieuwbouwwoningen.

2) Wat is uw relatie tot investeringsbeslissingen & financieringen?

Ik initieer de investeringen samen met de commercieel directeur. Ik sta in de markt om de nieuwe investeringen aan te trekken en leg deze vervolgens voor aan de directie als de commercieel directeur en ik de investering voldoende passend vinden binnen ons beleggingskader. Al discussiërend met elkaar komen we dan tot het wel of niet doen van de investering.

3) Maakt u gebruik van financiering?

Ja altijd.

4) Zo ja, wat zijn de redenen waarom u gebruik maakt van financiering?

Als je geen hefboomwerking toepast kom je niet tot de gewenste rendementen. Je koopt nu aan tegen bruto aanvangsrendementen tussen de 4,0-4,5 procent. Zonder leverage is een dergelijke aankoop haast niet tot een passend beleggingsproduct te maken. In vastgoed investeren met een financiering is in mijn ogen, als je het niet te hoog financiert, tussen de 50-60 procent bevoorschotting (persoonlijk ben ik van mening dat dit ook wel 70-80 procent zou kunnen zijn maar als fonds houden wij 50 tot 60 procent LTV aan) ook qua risicoprofiel acceptabel. Dan is het een product wat zich perfect leent voor financieringen/een stukje hefboom en creëer je een acceptabel risicoprofiel maar optimaliseer je wel het rendement. Voor onze beleggers streven wij een direct uitkeerbaar rendement na van tussen de 4 tot 5 procent. We houden hierbij geen rekening met een eventuele waardeestijging.

5) Zo nee, waarom maakt u geen gebruik van financiering?

n.v.t.

6) Bij welk soort financierer trekt u uw financiering aan (bancair, crowdfunding, anders)

Wij financieren enkel bij banken.

7) Welke aspecten omtrent de financiering zijn voor u belangrijk in uw keuze?

Loan to Value, pricing en de betrouwbaarheid van de financier. Wij hebben het voordeel dat we kunnen kiezen tussen verschillende financiers en in dat kader vinden wij het heel belangrijk dat we een partner vinden in onze bank waarbij het een partij is die een bepaalde visie heeft en met een lange termijn commitment zich in de markt positioneert. Dus pricing en LTV hoogte is niet alles. Er hangen ook wat meer subjectieve aspecten aan.

8) Welk aspect is voor u het meest belangrijk?

Het zijn communicerende vaten. Als jij een bank bent die zegt ik wil echt niet verder gaan dan 50 procent LTV maar ik ben wel 20 tot 50 basispunten goedkoper dan een concurrent die misschien tot 55 tot 60 procent LTV wil gaan. Dan kom je tot het rekensommetje waarbij je misschien beter 50

procent kan lenen tegen die zeer gunstigere voorwaarden ten opzichte van een partij die iets meer wil belenen. Dat is gewoon een kwestie van een rekenmodel maken en het moet in verhouding staan. Maar het belangrijkste is een goede balans tussen pricing en Loan To Value. Voor jouw beeldvorming. Er zijn partijen, wat kleinere banken zoals RNBH en Mogelijk die het voor de kleinere belegger mogelijk maken om 70, 80 of soms wel 90 procent te belenen maar dat zijn dan rentetarieven van 4 procent. Dat ga ik niet doen. Dan zeg ik prima ik leen wel 55 of 60 procent tegen 2, 1,90 of 1,95 procent. Daar zit de balans tussen LTV en pricing.

9) Heeft u de afgelopen 10 jaar veranderingen gezien in financieringsbeleid van banken?

Ik ben vijf jaar werkzaam bij Duinweide. Banken zijn continue in ontwikkeling en komen ze op basis van marktontwikkelingen tot nieuw beleid en/of inzicht. Ik heb zelf 10 jaar lang bij de FGH bank gewerkt dus ik heb de systematiek, de besluitvorming en strategie enz. meegekregen in die periode. In mijn optiek blijft het minimaliseren van risico's voor de meeste banken het voornaamste punt bij het beoordelen van een klant/mogelijk nieuwe financiering. Wij bij Duinweide denken niet veel anders, het continue mitigeren van risico's is ook voor ons het voornaamste. De beleggingen waar wij ons op richten sluiten daarom ook goed aan bij veel banken Wij hebben nooit veel gedaan op het gebied projectontwikkeling of niches binnen de vastgoedsector. We hebben ons nooit gericht op hele specifieke bedrijfsgebouwen of hele specifieke lastige exploitatie gebonden objecten. Wij kijken dus vaak met eenzelfde bril als een gemiddelde vastgoedfinancier en daarom merken wij niet heel veel van een veranderde risicoweging of risicobeleid bij de bank. De door ons aangekochte beleggingen blijven in de ogen van onze banken gangbaar te financieren objecten met een acceptabel risicoprofiel.

Jullie beleggen veel in nieuwbouwwoningen, kan je wat achtergrond geven waarom jullie daar voor kiezen? Het verschil qua aanvangsrendement tussen nieuwbouw en bestaande bouw is fors afgenomen. Wij denken dat dat kleine beetje wat je nog steeds meer betaald, het acquisitietraject is vaak kostbaar, je moet het nog verhuren vaak je hebt wat meer begeleidingskosten en hebt vaak behoorlijk wat aanloopkosten. Vaak moet je ook de bouw financieren via een termijnregeling. Kortom je kostenstructuur en handeling is best wel aanzienlijk. Ondanks dit soort verder kostprijs verhogende kosten, achten wij het prijsverschil tussen bestaande bouw en nieuwbouw te beperkt. Daarom hebben wij gezegd we kiezen voor nieuwbouw. Wat daar ook in meespeelt is dat nieuwbouw zich heel goed vast laat leggen in modellen. Je kent namelijk het product, je belegging en weet welke onderhoudskosten je ongeveer gaat krijgen. Dat is ideaal voor het model. Je maakt een rekenmodel en op basis daarvan komt er een gemiddeld rendement uitrollen voor de komende 7 tot 10 jaar en weet je wat je kan gaan uitkeren aan de participanten. Dat kun je bij nieuwbouwwoningen allemaal heel goed beschrijven en modelleren dus dat speelt ook mee. Maar in eerste instantie vinden wij de verhouding rendement/risico heel goed. En, dat blijft een subjectief/soft punt, maar wij vinden duurzaamheid een logisch en belangrijk maatschappelijk thema en wij denken dat ons investeringskader bijdraagt aan de energietransitie en het verduurzamen van de woningvoorraad. Wij denken dat er een grote kans is dat grote verhuurders/beleggers en corporaties vanuit de overheid in de toekomst een stringenter beleid opgelegd krijgen ten aanzien van de energietransitie dan een particulier. Bij de portefeuille die wij nu opbouwen zitten we aan de veilige kant indien er in de toekomst nog verder verduurzaamd moet worden.

10) Zo ja, wat waren volgens u de grootste veranderingen?

(zie bovenstaand)

11) In hoeverre zijn deze veranderingen van invloed geweest op uw investeringsbeslissingen?

(zie bovenstaand)

12) Stel dat u voor een bepaald project geen financiering zou kunnen krijgen, zou u het project dan alsnog afnemen en wat is hiervoor de reden?

Dan zou ik neigen om er van af te zien. Je moet jezelf te rade gaan waarom een bank het dan niet wil financieren. Uiteindelijk is een bank ook een zakelijke dienstverlener die zijn geld niet verdiend door het op de bank te laten staan maar door het uit te boeken. Je moet bij jezelf dan ook het reflecterend vermogen hebben en je afvragen waarom een bank iets niet doet. Zie je ik iets verkeerd? Dus ik zou zeker twijfelen. Maar je moet wel goed uitzoeken waarom een bank nee zegt, als dat bijvoorbeeld is omdat een bank zijn targets al gehaald heeft dan ga ik het niet herzien. Wij hechten heel veel waarde aan de kennis en ervaring en inzichten van onze bankiers dus dat nemen wij zeker mee in onze afweging.

13) In hoeverre zijn uw rendementseisen veranderd in de afgelopen 10 jaar?

De rendementen voor woningen en convenience zijn de afgelopen jaren afgenomen. Maar het grootste deel van de vastgoedbeleggingsmarkt kent lagere rendementseisen. Nieuwe vastgoedfondsen kennen logischerwijs dus lagere rendementen, want de lagere aanvangsrendementen kunnen niet volledig worden gemitigeerd door de lagere rente. Bepaalde beleggers zullen wij die lagere rendementen andere keuzes maken voor wat betreft hun persoonlijke beleggingen.

14) Wat zijn hiervoor de redenen geweest?

(zie bovenstaand)

15) Wat was de belangrijkste reden?

(zie bovenstaand)

16) In hoeverre zijn de financieringsvoorwaarden van invloed zijn op wat u bereid bent te betalen voor vastgoed?

De investeringsbeslissing maken wij voordat we kijken naar de financieringsvoorwaarden. Maar wij houden in ons achterhoofd goed rekening met hoe de financieringsbereidheid is bij de banken voor de beoogde investeringen. De kosten van geld en de beschikbaarheid van geld zijn zwaarwegende aspecten in de beleggingsmarkt. Dat is in de aandelenmarkt ook zo. Als de rente daalt of stijgt heeft dat direct effect op de aandelen. Dus de rentes en de beschikbaarheid vormen altijd een rol voor iedere belegger.

17) Tot slot, heeft u nog iets gemist in voorgaande vragen of wilt u nog niet toevoegen?

Nee, helder.

Bijlage D - Coderingen

name	codegroup 1	codegroup 2
4,0% tot 4,5%	Rendementsdoel	
4,0% tot 5,0%	Rendementsdoel	
50 tot 55 procent	Gewenste financiering	
50 tot 60 procent	Gewenste financiering	
60 tot 65 procent	Gewenste financiering	
Aflossing	Belangrijkste financieringsvoorwaarden	
Alternatieve beleggingsmogelijkheden	Redenen daling rendement	
Altijd	Bancaire financieringsbehoefte	
Banken	Soort financier	
betaalbaarheid van het project	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
betrouwbaarheid	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Boeterente	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Circa 5,0%	Rendementsdoel	
Circa 60 procent	Gewenste financiering	
Combinatie/balans van aspecten	Belangrijkste financieringsvoorwaarden	
Continue ontwikkeling	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	
convenanten	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Convenanten	Belangrijkste financieringsvoorwaarden	
Debt Fund	Soort financier	
Debt Yield	Meest beperkende financieringsvoorwaarde(n)	
Expertise financier	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Geen afhankelijk financieringsvoorwaarden	Afhankelijkheid financieringsvoorwaarden	
Geen beperking	Ervaren beperkingen door financieringsvoorwaarden	
Groter spectrum aan verplichtingen	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	
hefboomwerking	Redenen gebruik financiering	
Hoogte (reguliere) aflossing	Belangrijkste financieringsvoorwaarden	
Minder kapitaal benodigd van participanten	Redenen gebruik financiering	
Minimaal 5,0%	Rendementsdoel	
Minimaal verschil	Verschil beleid en risicoweging tussen financier/fonds	
minimaliseren risico's	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid	
Mogelijkheden creëren product (participatie)	Redenen gebruik financiering	
non-recourse	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Optimaliseren rendement	Redenen gebruik financiering	
partnerschap	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Rekening courant	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Rente	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Rente	Belangrijkste financieringsvoorwaarden	
Risicoaverser	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid
Snelheid	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Strikter KYC beleid	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid	
Teruggegaan naar kerntaak financieren	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid	
Type leningdocumentatie	Belangrijke aspecten omtrent financiering	
Vaker toetsing convenanten	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	
Van project afzien	Besluit bij geen financiering	
Veranderingen in de markt	Redenen daling rendement	
Verplicht verduurzamen	Toekomstige veranderingen bankbeleid	
Vroeger geen reguliere aflossing	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid
Vroeger hoger rendement	Veranderingen in rendementseisen	
Vroeger hogere LTV	Veranderingen bankbeleid afgelopen 10 jaar	
Vroeger hogere LTV	Belangrijkste verandering(en) bankbeleid	
Wel afhankelijk financieringsvoorwaarden	Afhankelijkheid financieringsvoorwaarden	
Hoogte van de financiering/LTV	Belangrijke aspecten omtrent financiering	

Bijlage E – Figuren interviews

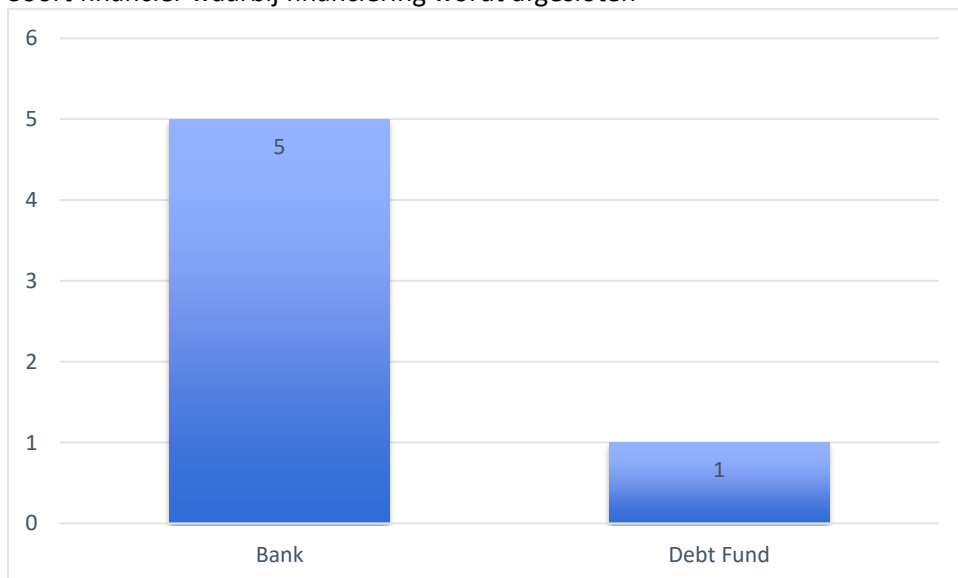
Figuur E1

Maakt u altijd gebruik van bancaire financiering?



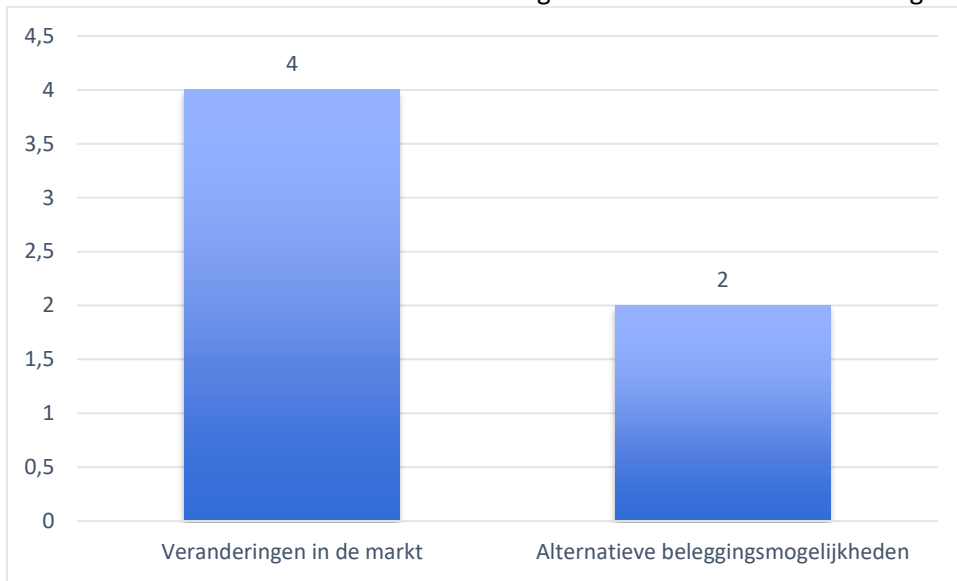
Figuur E2

Soort financier waarbij financiering wordt afgesloten



Figuur E3

Redenen waarom het rendement welke vastgoedfondsen kunnen bieden is gedaald.



Figuur E4

Ervaart u beperkingen door de financieringsvoorwaarden?



Figuur E5

Verwachte toekomstige verwachting bankbeleid



Figuur E6

Wat ervaart u als de meest beperkende financieringsvoorwaarde?

