

Vastgoedfinanciering boven water

*Onderzoek naar de fundamenteën van
commerciële vastgoedfinanciering*



Loes Engwerda

2011

Rijksuniversiteit Groningen

Vastgoedfinanciering boven water

Onderzoek naar de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering



Auteur: Loes Engwerda

Opleidingsinstantie: Rijksuniversiteit Groningen (RUG)

Faculteit: Ruimtelijke wetenschappen

Studierichting: Vastgoedkunde

Studentnummer: 1937766

Email: loesengwerda@hotmail.nl

Begeleidend docent: dr. H.J. Brouwer (H.J.Brouwer@rug.nl)

Datum publicatie: 01 - 12 - 2011

Management samenvatting

De kredietcrisis heeft voor veel veranderingen in de markt gezorgd. Financiers zijn kritischer geworden, onzekerheid heerst en de liquiditeit is opgedroogd. Op dit moment ontbreekt het aan inzicht in de trends en ontwikkelingen op de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt. Om inzicht te geven in trends en ontwikkelingen wordt teruggegaan naar de basis: de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering. De fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering zijn economische factoren die een bepalende invloed hebben op de situatie c.q. ontwikkeling van de vastgoedfinancieringsmarkt. Het is van groot belang om inzicht in dit onderwerp te verschaffen zowel vanuit wetenschappelijk als maatschappelijk oogpunt. Het bankwezen speelt in de economie een centrale rol en de vastgoedsector biedt onder andere werkgelegenheid, onderdak en representeert vermogen. Dit alles heeft geleid tot de volgende probleemstelling.

Het ontbreekt aan inzicht in de veranderingen van de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering, die mogelijk zijn ontstaan door de financiële crisis en de gevolgen van deze veranderingen voor vastgoedbeleggers.

Commerciële vastgoedfinanciering

Tot aan het begin van de zestiger jaren vormde de financiering van woningen eigenlijk de enige directe schakel tussen de kapitaal- en vastgoedmarkt. Vanaf de zeventiger jaren ontstond er meer belangstelling voor commercieel vastgoed, omdat op de vastgoedmarkt meer en meer bedrijven zijn gaan huren (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Geltner et al. (2007) definiëren “commercial mortgages” als financieringen waarvoor als zekerheid voor deze financiering, een hypothecaire inschrijving wordt genomen op vastgoed dat een bepaalde inkomensstroom teweegbrengt. De BIS onderscheidt woninghypotheken en commerciële vastgoedfinanciering op basis van de volgende eigenschappen: een groter volume, genereert inkomen, expertise van partijen is hoger, unieker van aard (maatwerk), sociale en politieke invloeden, en overheidsoptreden hebben minder invloed en het is minder gereguleerd en gestandaardiseerd (BIS, 2006).

Elementen financiering

In de zoektocht naar de fundamenteën van vastgoedfinanciering zijn grootheden als risico, rente en rendement belangrijke elementen, zo niet de fundamentele elementen. Risico en het daarbij horende rendement is voor zowel beleggers als financiers zeer belangrijk. Elke investeerder zal streven naar maximalisatie van het rendement bij een minimaal risico (Horchner, 2008). Rentes zijn belangrijke omgevingsvariabelen voor het financieel systeem en de economie, ze hebben gevolgen voor de hypotheeklasten van ondernemingen en de rentebaten van banken (DNB, 2011).

Vreemd of eigen vermogen

Gezien het kapitaalintensieve karakter is het niet eenvoudig om vastgoed volledig met eigen vermogen te financieren. Een vastgoedonderneming heeft de keuze om haar investering te financieren met:

- Eigen vermogen, voor financiers heeft het eigen vermogen twee functies, te weten een buffer- en een verankeringfunctie (Horchner, 2008).
- Vreemd vermogen, er zijn twee belangrijke redenen om vastgoed te financieren met vreemd vermogen. Door het kapitaalintensieve karakter van vastgoed is met een beperkt eigen vermogen een relatief grote investering mogelijk. Daarnaast speelt ook het hefboomeffect een belangrijke rol hoe hoger het percentage vreemd vermogen des te hoger wordt het rendement.
- Combinatie van beide.

Financieringsvormen

Beleggers zijn heterogeen, mede hierdoor worden er op de vastgoedfinancieringsmarkt diverse financieringsproducten aangeboden. Het matchen van de heterogene groep beleggers met het heterogene financiële systeem van geld- en kredietstromen is de functie van en de kans voor de kapitaalmarkt (Geltner e.a., 2007).

Financiers

In principe kan iedere particulier of rechtspersoon een faciliteit verstrekken om een vastgoedtransactie te financieren. De meest voorkomende instanties zijn hypotheekbanken, spaarbanken, algemene banken, levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen (De Kousemaeker en Van Agt, 2006). Sinds een aantal jaren wordt de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt gedomineerd door de 'Grote Drie' partijen ING Real Estate, FGH Bank en SNS Property Finance (PropertyNL, 2009).

Investeringsstelsel vastgoed

Geltner, Miller en Clayton (2007) beschrijven het investeringsstelsel voor vastgoed. Volgens de voornoemde auteurs kunnen beleggers op vier manieren in vastgoed beleggen, via het direct juridisch in eigendom hebben van vastgoed, vastgoedfondsen, REIT's en CMBS. CMBS neemt een belangrijke positie in op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt omdat de financiering van Nederlandse hypotheeklen sterk afhankelijk is van de securitisatiemarkt.

Internationale wet- en regelgeving

De BIS treedt op als bank voor de nationale centrale banken en streeft internationale monetaire en financiële samenwerking na (BIS, 2011). Ondanks de door de BIS uitgevaardigde regelgeving, zijn veel banken in de problemen gekomen gedurende de crisis in de jaren zeventig. Wat begon als een relatief klein bankenfaillissement bleek internationaal materiële gevolgen te hebben, toen de sluiting van de Duitse bank Herstatt leidde tot problemen bij betalingen in New York (DNB, 2011). In 1974 is het BCBS vanuit de BIS opgericht. Het BCBS richt zich op het toezicht houden op het bankwezen. In 1988 kwamen zij met Basel I. Dit is een wereldwijde standaard voor de minimale solvabiliteitsvereisten van geldgevers (De Kousemaeker en Van Agt, 2006). Per

1 januari 2007 is een nieuw kapitaalakkoord (Basel II) in werking getreden met als doel de financiële stabiliteit te verbeteren. Het doel van de toezichthouders met de introductie van Basel II was de marktdiscipline te bevorderen door meer transparantie van de banken te eisen (Taytas, 2008). De implementering van de Basel richtlijnen verschilt van land tot land. Het internationale toezichtkader Basel II is in Europa via de CRD-richtlijn geïmplementeerd. De CRD is de Europese richtlijn die vaststelt hoe lidstaten het toezicht op banken en beleggingsondernemingen moeten vormgeven.

Nationaal

De Wet op het financiële toezicht (Wft) regelt het toezicht op financiële instellingen in Nederland. Waaronder de taken en bevoegdheden van de DNB en AFM. DNB maakt zich sterk voor financiële stabiliteit en draagt daarmee bij aan de welvaart in Nederland. Daarbij zijn drie zaken van belang: lage inflatie, veilig betalingsverkeer en soliditeit en integriteit van financiële instellingen (DNB, 2011). De AFM houdt toezicht op het gedrag van de gehele financiële marktsector, voor het bevorderen van eerlijke en transparante financiële markten (AFM, 2011).

Financieringstheorieën

In de vorige decennia is financiering als vakgebied op een nadrukkelijk economisch fundament komen te rusten. Het dreef weg van het normatief, boekhoudkundig georiënteerd vakgebied (Boot, 2005). Modigliani en Miller (1958) valt de eer te beurt dat zij als eersten de analyse van de financiële structuur een wetenschappelijk, analytisch fundament hebben gegeven (Boot, 2005). Daarna waren het Jensen en Meckling die een mogelijke imperfectie op schuldfinanciering introduceerden. Zij onderkennen dat er belangentegenstellingen en informatieongelijkheid tussen partijen bestaat. Voorgaande theorieën gingen er vanuit, dat beleggers bij het maken van financieringsbeslissingen rationele beslissingen maken. Echter recente, op sociaal en psychologisch gedrag gebaseerde, financieringsliteratuur (behavioral finance) tonen aan dat ook andere minder rationele overwegingen en behoeften een rol spelen bij het maken van deze beslissingen (Statman, 2004; Statman, 2002; Shefrin en Statman, 1993). Minsky en Van der Vlist spreken van een golfbeweging in het sentiment van de markt. Waarop kuddegedrag en herding van beleggers versterkend werkt, zowel positief als negatief. In de theorie van Minsky geldt dat economische actoren (lees fundamenten) worden beïnvloed door collectieve bewegingen van optimisme en pessimisme.

Conclusie

Vastgoed wordt veelal gefinancierd met vreemd vermogen vanwege het kapitaalintensieve karakter en het hefboomeffect. Voor de kredietcrisis had het optimisme de hoofdtoon waardoor banken (te) soepel leningen verstrekten met LTV ratio's van 80% tot somtijds 90%. Tegenwoordig is de LTV ratio verlaagd naar 60-70%.

De risico's van de (gesecuritiseerde) sub-prime hypotheek werden niet goed door partijen ingeschat. Partijen hadden niet de kans om rationele beslissingen te nemen gezien de ondoorzichtige marktsegmentatie, de ingewikkelde financiële producten en het optimisme in de markt. Hierdoor waren banken en beleggers blind voor de grote

risico's van de financiële producten en vastgoedobjecten. Minsky en Van der Vlist spreken van een golfbeweging in het sentiment van de markt. Ethisch en maatschappelijk verantwoordelijk handelen in de financiële sector zou kunnen bijdragen aan een afzwakking in de golfbeweging van de fundamenteën.

Trends & Toekomstverwachtingen vastgoedfinancieringsmarkt

- Het toezicht op de gehele financieringsmarkt wordt op nationaal en internationaal niveau aangescherpt.
- Gezocht moet worden naar andere mogelijkheden dan het securiseren van hypothekenvorderingen, verder onderzoek naar de mogelijkheden van pandbrieven is wenselijk.
- Vraag naar uniforme en transparante taxatiemethoden en waarderingsgrondslagen.
- De toepassing van dynamische DCF modellen.
- De structurele leegstand van veel kantoren kan tot verdere prijsdalingen leiden, die banken kunnen dwingen tot additionele afschrijvingen.
- Aandacht voor het bewust ethisch handelen in het economisch verkeer.
- Diverse ontwikkelingen om de markt te professionaliseren waarbij gedacht kan worden aan gedragscodes en aanvullende eisen voor beleggingsprofessionals.

Consequenties voor beleggers

- Minder kapitaal voor de financiering van de commerciële vastgoedmarkt.
- Meer vraag naar transparantie en uniformiteit.
- Deskundigen moeten hun professionaliteit aantonen.
- Behoefte aan een branche brede organisatie.
- Meer concurrentie op de markt voor 'prime' vastgoed. Toename van het aanbod op de secundaire markten.
- Meer aandacht voor risicoanalyse.
- Stabilisatie aanvangsrendementen voor 'prime' vastgoed. Op de secundaire markten kunnen de aanvangsrendementen hierdoor oplopen.
- Bij een stijgende inflatie rekening houden met een stijgende rente.
- Vastgoed keert terug van een financieel instrument naar zijn traditionele rol.
- ILAAP inrichten, waarin de onderneming het eigen liquiditeitsrisicobeheer grondig evalueert en waar nodig aanscherpt.

Voorwoord

Voor u ligt de master thesis die ter afsluiting voor de master Vastgoedkunde is geschreven. In september 2010 ben ik begonnen aan de master Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit in Groningen. Na een leuk maar vooral ook leerzaam jaar waarin ik mijn kennis op het gebied van vastgoed verder heb kunnen uitbreiden ben ik medio maart begonnen met het schrijven van mijn master thesis over commerciële vastgoedfinanciering.

In deze scriptie is onderzocht wat de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering zijn. Dit onderwerp is tot stand gekomen door interesse in de 'nieuwe' trends en ontwikkelingen op het gebied van commerciële vastgoedfinanciering tijdens en na de crisis. Om te kunnen kijken naar nieuwe trends en ontwikkelingen moet terug worden gegaan naar de basis: de fundamenteën.

Met dit afstudeerproject heb ik mijn eigen kennis over commerciële vastgoedfinanciering aanzienlijk vergroot. Onderwerpen zoals solvabiliteit, Commercial Mortgage-Backed Securities en risico waren bekend, maar tijdens het schrijven van deze scriptie zijn ze gaan leven. De puzzelstukjes van het complexe financiële systeem, waarvan commerciële vastgoedfinanciering maar een deel is, zijn tijdens het schrijven langzaam op zijn plaats gevallen.

Ik hoop dat ik door het schrijven van deze master thesis een bijdrage heb kunnen leveren aan de kennis op het gebied van commerciële vastgoedfinanciering. Aangezien vastgoed een grote waarde vertegenwoordigt van miljarden euro's is kennis op dit gebied een must.

Graag wil ik in dit voorwoord diegenen bedanken die ervoor hebben gezorgd dat deze master thesis tot stand heeft kunnen komen, met in het bijzonder mijn begeleider vanuit de Rijksuniversiteit dr. H.J. Brouwer en dr. T.M. Berkhout MRE MRICS voor al hun tijd en inspiratie.

Mij rest nu enkel om u, als lezer, veel plezier te wensen bij het lezen van dit eindproduct.

Loes Engwerda

Amsterdam, december 2011

Inhoudsopgave

Management samenvatting	3
Voorwoord	7
Inhoudsopgave	8
Lijst van Afkortingen	9
1. Inleiding	11
1.1 Leeswijzer.....	11
1.2 Aanleiding.....	11
1.3 Probleem-, doelstelling en hoofdhypothese.....	12
1.4 Deelvragen	13
1.5 Conceptueel model.....	14
1.6 Aanpak	14
1.7 Afbakening.....	15
1.8 Relevantie.....	17
1.9 Literatuur	17
2. Vastgoed	18
2.1 Vastgoedbelegging.....	18
2.2 Rendement & Risico.....	19
2.3 Vastgoedcyclus.....	20
2.4 Waardering	22
3. Financiering	27
3.1 Financiële markten	27
3.2 Vastgoedfinanciering	28
3.3 Financiers	36
3.4 Investeringsstelsel.....	38
3.5 Ethiek.....	44
4. Wet- en regelgeving	47
4.1 Internationaal.....	47
4.2 Nationaal	51
4.3 Fiscaal	54
5. Financieringstheorieën	55
5.1 Modigliani en Miller.....	55
5.2 Jensen en Meckling.....	56
5.3 Hoffmann, Eije en Jager	56
5.4 Minsky	57
5.5 Van der Vlist	58
6. Conclusie	60
Verklarende woordenlijst	63
Literatuurlijst	67

Lijst van Afkortingen

AER	American Economic Review
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AMvB	Algemene Maatregel van Bestuur
BAR	Bruto aanvangsrendement
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS	Bank for International Settlements
BTW	Belasting Toegevoegde Waarde
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CDO	Collateralized Debt Obligation
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CPB	Centraal Planbureau
CRD	Capital Requirements Directive
C&W	Cushman & Wakefield
DNB	De Nederlandsche Bank
DSCR	Debt service coverage ratio
DSI	Stichting Dutch Securities Institute
EBA	European Banking Authority
ECB	Europese Centrale Bank
ESA's	European Supervisory Authorities
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESRB	European Systemic Risk Board
EU	Europese Unie
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FBI	Fiscale Beleggingsinstelling
FIMS	FI Mortgage Securities
ICR	Interest coverage ratio
ILAAP	Internal Liquidity Adequacy Assessment Process
IMF	Internationaal Monetair Fonds
ICR	Interest coverage ratio

IPD	Investment Property Databank
I&A-wet Wft	Invoerings- en Aanpassingswet Wet
JLL	Jones Lang LaSalle
LCR	Liquidity coverage ratio
LTV	Loan to value
MCR	Minimum Capital Requirement
NMa	Nederlandse Mededingingsautoriteit
NPI	NCREIF Property Index
NSFR	Net stable funding ratio
NSI	Nieuwe Steen Investments
NVB	Nederlandse Vereniging van Banken
REIT	Real Estate Investment Trusts
RJ	Raad van de Jaarverslaggeving
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
SCR	Solvency Capital Requirement
SEO	SEO Economisch Onderzoek
SNSPF	SNS Property Finance
SPV	Special Purpose Vehicle
STV	Stichting Transparantie Vastgoedfondsen
VastNed (O/I)	VastNed Offices/Industrial
VOC	Verenigde Oost-Indische Compagnie
VS	Verenigde Staten van Amerika
VVF	Vereniging Vastgoed Fondsen
Wft	Wet op het Financieel Toezicht
WOZ	Wet Waardering Onroerend zaken

1. Inleiding

Dit hoofdstuk vormt de inleiding van het rapport dat de fundamenteën van vastgoedfinanciering voor vastgoedbeleggers en de consequenties van de financiële ontwikkelingen voor het gedrag van vastgoedbeleggers behandelt. De probleem-, doel- en vraagstelling van het onderzoek worden beschreven. Een aantal begrippen wordt afgebakend en de relevantie van het onderwerp wordt uiteengezet.

1.1 Leeswijzer

De onderstaande leeswijzer geeft op hoofdlijnen de opzet van deze scriptie weer. Allereerst wordt in dit hoofdstuk de inleiding, de aanleiding, probleemstelling en doelstelling uiteengezet. In het tweede en derde hoofdstuk wordt het vakgebied commerciële vastgoedfinanciering beschreven. Hoofdstuk vier beschrijft de belangrijkste instituties, wet- en regelgeving die invloed hebben op de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt. Vervolgens worden in hoofdstuk vijf de belangrijkste financieringstheorieën beschreven, met als doel een overzicht in de voornaamste theoretische ontwikkelingen in de nationale en internationale financiële literatuur te geven. In hoofdstuk zes de conclusie worden op basis van literatuuronderzoek de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering beschreven alsmede de trends en ontwikkelingen daarop. In de conclusie worden tevens de consequenties van de financiële ontwikkelingen voor vastgoedbeleggers gegeven.

1.2 Aanleiding

In de periode 2004-2007 is het totale investeringsvolume in de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt explosief gestegen van circa 4 miljard euro naar ruim 11,5 miljard euro (DTZ Zadelhoff, 2009). De voornaamste oorzaak hiervan lag in de mogelijkheid voor beleggers om transacties te financieren met meer dan negentig procent vreemd vermogen. Het Centraal Planbureau (CPB) geeft in een memorandum van 2008 verschillende verklaringen voor de scherpe kredietgroei in de afgelopen jaren, ook wel wall of money genoemd. Een eerste verklaring ligt in financiële innovaties. Eén van die innovaties begonnen in de Verenigde Staten was de zogenoemde “securitisation revolution” uitgelegd in hoofdstuk twee. Hierbij voegen banken uitstaande hypotheekleningen samen, knippen ze op in pakketten en verkopen ze door als obligaties aan beleggers. Het specifieke risico van de leningen wordt zo gespreid en daardoor gemiddeld kleiner. Een andere verklaring is dat banken zich veilig waanden door kredietverzekeringen (credit default swaps). Hiermee dachten de banken hun risico's sterk te verminderen en verleenden daarom meer krediet. Ook aan mensen en bedrijven die daar eigenlijk niet voor in aanmerking zouden moeten komen. Daarnaast waren het China, Aziatische landen en de olieproducerende landen die enorme overschotten hadden. Hierdoor moesten zij veel kapitaal plaatsen in landen met een goed ontwikkelde financiële sector zoals de Verenigde Staten. De combinatie van het ruime Aziatisch aanbod van kapitaal en soepel Amerikaans monetair beleid drukte de rente en stimuleerde daarmee het aangaan van leningen, met overinvesteringen tot gevolg (CPB, 2008). Een andere reden voor de stijging in het investeringsvolume is de verschuiving van het direct beleggen in vastgoed naar indirect beleggen en voor een

deel door de jarenlange treurnis op de aandelenmarkten (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Hierdoor is sinds de jaren negentig van de vorige eeuw de markt in vastgoedfondsen sterk gegroeid. Het is voor partijen eenvoudiger geworden om in vastgoed te investeren. Omdat hier geen lokale expertise nodig is, investeringen met kleinere bedragen mogelijk zijn en de liquiditeit groter is (Van Gool e.a. 2007).

Vanaf de late zomer in 2007 begon een turbulente periode in het mondiale financiële stelsel, beter bekend als de kredietcrisis. Aanvankelijk werd deze vooral gekenmerkt door het opdrogen van liquiditeit en onzekerheid over de waardering van gestructureerde kredietproducten. Waarna achtereenvolgens verschillende financiële markten stagneerden, waaronder de interbancaire geldmarkt, de aandelenmarkt en de vastgoedfinancieringsmarkt (DNB, 2008). Door de crisis zijn tal van ontwikkelingen in de vastgoedfinancieringsmarkt in een stroomversnelling geraakt. In 2008 knapte de kredietbubbel waardoor tal van financieringen onder water zijn komen te staan (schuld overtreft de marktwaarde van het object). Financiers zijn kritischer geworden bij het verstrekken van nieuwe financieringen. Tegelijkertijd moeten zij behoedzaam manoeuvreren in de markt om geen ongewenste domino-effecten te veroorzaken. De financiers oriënteren zich op hun nieuwe positie, stellen zichzelf de vraag welke rol zij moeten vervullen in de vastgoedmarkt en welke eisen de vastgoedmarkt aan hun stelt. De media hebben de afgelopen tijd veel aandacht besteed aan de trends en ontwikkelingen op de vastgoedmarkt. De vraag rijst hoe deze nieuwsfeiten te interpreteren zijn om beter inzicht te krijgen in de situatie c.q. de ontwikkeling van de vastgoedfinancieringsmarkt. In deze scriptie zal worden gesproken over de financiële crisis, die het gevolg is van de kredietcrisis.

1.3 Probleem-, doelstelling en hoofdhypothese

De financiële crisis heeft voor veel veranderingen in de markt gezorgd. Financiers zijn kritischer geworden, onzekerheid heerst en liquiditeit is opgedroogd. Op dit moment ontbreekt het aan inzicht in de trends en ontwikkelingen op de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt. Om inzicht te geven in trends en ontwikkelingen wordt eerst terug gegaan naar de basis: de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering, waarna zal worden gezien of de crisis invloed op de fundamenteën heeft gehad. En welke gevolgen deze ontwikkelingen hebben voor vastgoedbeleggers.

De probleemstelling voor dit onderzoek :

Het ontbreekt aan inzicht in de veranderingen van de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering, die mogelijk zijn ontstaan door de financiële crisis en de gevolgen van deze veranderingen voor vastgoedbeleggers.

De doelstelling voor dit onderzoek luidt:

Helder inzicht geven in 'nieuwe' trends en toekomstverwachtingen, sinds de financiële crisis, in de mondiale financieringsmarkt, door de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering te bestuderen.

De hoofdhypothese voor dit onderzoek luidt:

De crisis heeft geen enkele invloed op de fundamentele kenmerken van commerciële vastgoedfinanciering.

1.4 Deelvragen

Om te voldoen aan de onderzoeksdoelstelling is een aantal onderzoeksvragen geformuleerd. De onderzoeksvragen vormen de basis van het onderzoek en zullen als structureel referentiepunt gebruikt worden. Bij het bepalen van 'nieuwe' trends en toekomstverwachtingen op het gebied van commerciële vastgoedfinanciering, gaat deze scriptie terug naar de fundamentele van commerciële vastgoedfinanciering.

De hoofdvraag luidt voor dit onderzoek:

Welke 'nieuwe' trends en toekomstverwachtingen hebben invloed op de fundamentele van commerciële vastgoedfinanciering, en wat zijn de gevolgen daarvan voor vastgoedbeleggers?

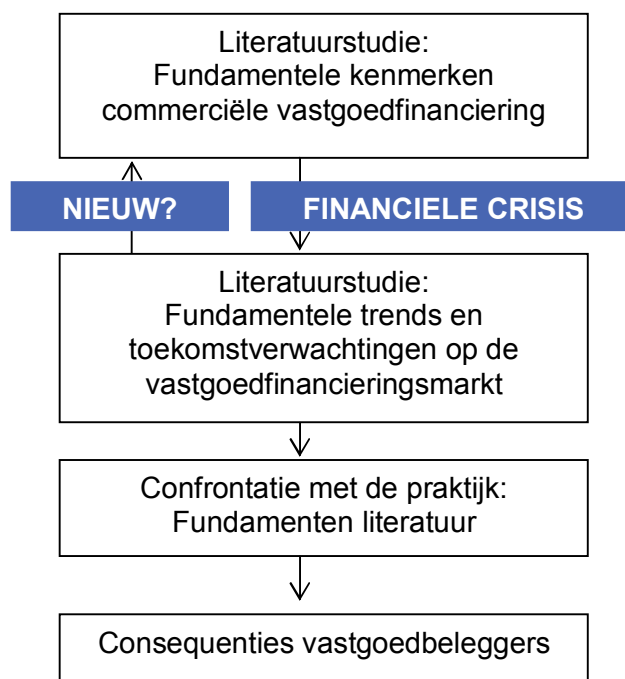
Ter ondersteuning van de hoofdvraag is een aantal deelvragen geformuleerd:

1. Wat zijn de kenmerken van de vastgoedmarkt voor vastgoedbeleggers?
2. Wat zijn de fundamentele kenmerken van commerciële vastgoedfinanciering voor vastgoedbeleggers?
3. Welke trends en toekomstverwachtingen zijn op de vastgoedfinancieringsmarkt te ontdekken sinds de financiële crisis?
4. Wat zijn de gevolgen van de financiële ontwikkelingen voor vastgoedbeleggers?

1.5 Conceptueel model

In het conceptueel model, zoals weergegeven in figuur 1.1, worden schematisch de stappen weergegeven die in het onderzoek gezet worden.

Figuur 1.1 Conceptueel model



1.6 Aanpak

Baarda en De Goede (2006) onderscheiden twee soorten onderzoek, namelijk kwantitatief en kwalitatief onderzoek. Van kwantitatief onderzoek is sprake wanneer informatie wordt verzameld over de hoeveelheid, de omvang, de frequentie of de mate van voorkomen. Kwalitatief onderzoek heeft betrekking op de aard, de waarde en de eigenschappen. Dit onderzoek kan getypeerd worden als kwalitatief. Onderscheid wordt gemaakt in vier onderzoekstypen, namelijk toetsend, ontwerpend, beschrijvend en verkennend onderzoek. Dit is een verkennend onderzoek waarin hypothesen over 'nieuwe' trends en toekomstverwachtingen op de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt worden ontwikkeld.

Dit is een praktijkgericht onderzoek (Verschuren en Doorewaard 2007), waarbij via signalering (is er iets mis?) en diagnose (wat is er aan de hand?) een antwoord op de hoofdvraag wordt gegeven. Middels bestudering van vooraanstaande nationale en internationale literatuur wordt inzicht gegeven in de huidige financieringsmarkt van vastgoed. Hierbij worden de onderwerpen op een systematische wijze behandeld en uiteengezet. In de conclusie wordt beschreven wat de gevolgen hiervan zijn voor vastgoedbeleggers.

1.7 Afbakening

In de probleem- en doelstelling komen diverse begrippen voor. Elk van deze begrippen kan op een andere manier worden geïnterpreteerd. Vandaar dat het van belang is om tot een afbakening te komen. Verder wordt er van uitgegaan dat de lezer van deze scriptie enige financiële en vastgoedkundige achtergrond(kennis) heeft. Daarom zullen niet alle begrippen worden uitgelegd. Wel biedt de verklarende woordenlijst ondersteuning voor de lezer.

Vastgoed heeft een sterk interdisciplinair karakter. Dat betekent dat vastgoed bij veel ontwikkelingen is betrokken (Hordijk, 2011). Dit geldt ook voor de financieringsmarkt. Dat maakt de afbakening van het te bestuderen gebied er niet eenvoudiger op. De financieringsmarkt is een wereldwijde markt met de Verenigde Staten als grote trekker. Om praktische redenen zal het onderzoek voornamelijk worden beperkt tot de Nederlandse commerciële vastgoedfinancieringsmarkt. Deze markt is een onderdeel van de totale financieringsmarkt met zijn systemen, waar diverse ontwikkelingen spelen zoals bijvoorbeeld de Griekse schuldencrisis. Dit onderzoek spitst zich toe op ontwikkelingen van de vastgoedfinancieringsmarkt.

Fundamenteën vastgoedfinanciering

Fundamenteel is volgens het Van Dale woordenboek wanneer het de grondslag betreft, de basis. Een kenmerk is volgens het woordenboek een karaktertrek, onderscheidings- en/of herkenningsteken. De fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering zijn economische factoren die een bepalende invloed hebben op de situatie c.q. ontwikkeling van de vastgoedfinancieringsmarkt. In hoofdstuk vijf wordt een onderscheid gemaakt tussen de fundamenteën en nonfundamentals.

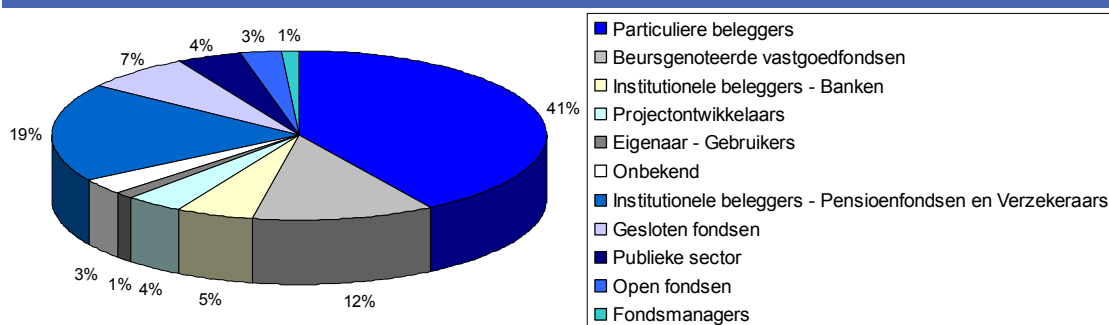
Vastgoedbeleggers

Net als bij de vastgoedmarkt is er ook niet één vastgoedfinancieringsmarkt. De markt is opgebouwd uit diverse segmenten, ieder met zijn eigen dynamiek en kenmerken. In grote lijnen kan onderscheid gemaakt worden tussen vastgoed voor eigen gebruik en zakelijk commercieel vastgoed (De Kousemaeker en Van Agt, 2006). In figuur 1.2 wordt deze indeling weergegeven. Bij particulier eigendom gaat het om consumenten die voor eigen nut en gebruik een hypothecaire schuld aantrekken voor de financiering van een eigen woning of kleinschalig bedrijfsmatig vastgoed. Bij de investeerders op de zakelijke gebruikersmarkt gaat het om bedrijfsmatig vastgoed. Dit zijn investeerders waarbij het primair te doen is om de diensten en producten die vastgoed als productiemiddel kunnen leveren. De diensten van het vastgoed, zoals huisvesting, staan voorop en ze zijn minder gericht op de waardevermeerdering van vastgoed (Van Gool e.a., 2007). Op de commerciële vastgoedmarkt opereren beleggers met als doel uit het vastgoed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten en een waardevermeerdering te realiseren, zoals bedoeld in richtlijn RJ 940 (zie paragraaf 2.1 vastgoedbelegging). In deze scriptie wordt ingegaan op het laatste: de commerciële vastgoedfinanciering van de zakelijke beleggersmarkt.

Figuur 1.2 Partijen vastgoedfinancieringsmarkt

Bron: de Kousemaeker, van Agt, 2006

De particuliere beleggers zijn traditioneel de grootste partij op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt. Deze partij omvat zowel particulieren die één of twee kleinschalige panden bezitten als grote, professioneel opererende, private vastgoedondernemers met een (zeer) forse vastgoedportefeuille; en dan nog alle mogelijke varianten daartussen (DTZ Zadelhoff en Universiteit Nyenrode, 2004). In 2009 werd door particuliere beleggers circa 2,8 miljard euro belegd in Nederlands commercieel vastgoed, wat overeenkomt met ruim vijftig procent van het totale beleggingsvolume. In de markt valt een afwachtende houding van institutionele beleggers en vastgoedfondsen waar te nemen (JLL, 2010). Figuur 1.3 geeft de diverse partijen in combinatie met hun volume op de Nederlandse beleggingsmarkt weer.

Figuur 1.3 Volume Nederlandse beleggingsmarkt

Bron: Jones Lang LaSalle, 2010

Projectontwikkelaars

Projectontwikkelaars hebben een aandeel van vier procent in volume op de totale Nederlandse beleggingsmarkt. Dit zijn voornamelijk de projecten onder ontwikkeling (onderhanden werk), leegstand en het eigen gebruik van vastgoed. In het kader van deze scriptie worden ontwikkelaars verder buiten beschouwing gelaten. Projectontwikkeling heeft namelijk een ander risico-, financierings- en bedrijfsprofiel dan vastgoedbelegging, in het kader van tijd is daarom besloten dit onderwerp niet mee te nemen.

1.8 Relevantie

De huidige crisis laat duidelijk de effecten zien van ontwikkelingen op de financieringsmarkt zoals liquiditeitsproblemen, een te hoge schuldgraad via leverage, het systeem van schaduwbankieren en de financiële innovaties die enorme risico's hebben versluierd (Reinhart en Rogoff, 2008). Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verschaffen in de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering. Een dergelijk inzicht is essentieel vanuit zowel maatschappelijk als wetenschappelijk oogpunt, omdat er een aantal wezenlijke belangen mee gemoeid zijn. De vastgoedsector biedt onderdak aan huishoudens en bedrijven, genereert werkgelegenheid en inkomen, representeert waarde en vermogen, en legt beslag op de schaarse ruimte (Van Der Vliet, 2009). Het bankwezen speelt in iedere economie een centrale rol, de Nederlandse economie kan niet functioneren zonder de vele vormen bancaire dienstverlening. Zij verzorgen het betalings- en effectenverkeer, verstrekken kredieten, beheren spaargelden en adviseren en begeleiden bedrijven bij hun gang naar de beurs. Het gezamenlijke balanstotaal in Nederland dat eind september 2005, 2.807 miljard euro bedroeg onderstreept het economisch belang van de banken (NVB, 2011). Het onderzoek zal moeten leiden tot een verbreding van en aanvulling op de huidige kennis. Tot dusver is namelijk maar zeer beperkt onderzoek verricht naar de fundamenteën van commerciële vastgoedfinanciering, alsmede de trends en toekomstverwachtingen die op de mondiale vastgoedfinancieringsmarkt te ontdekken zijn sinds de financiële crisis.

1.9 Literatuur

Bij het begin van het onderzoek is gekeken naar het boek *Onroerend goed als belegging* van Van Gool, Brounen, Jager en Weisz uit 2007. Dit boek gaat over vastgoedbeleggingen en vastgoedfinanciering wordt hierin besproken. Daarnaast wordt geschreven dat de discipline van de financiële markt steeds meer invloed heeft op het reilen en zeilen op de vastgoedmarkt.

In het boek *de Strategische inzet van vastgoed* van Van Driel uit 1998 wordt beleggen in vastgoed uiteengezet. De kernwoorden voor een belegger zijn: rendement, liquiditeit, spreiding, risicoreductie, soliditeit en horizon.

Real Estate Finance theory and practice van Clauretje en Sirmans (2006) en *Real Estate Finance and Investments* van Brueggeman en Fisher (2008) bieden ondersteuning op het gebied van de financiële vastgoedmarkt.

In de loop van het onderzoek worden verschillende onderzoeksmethodieken gebruikt. De volgende bronnen worden hierbij toegepast:

- Marktonderzoek en datastudie
- Vastgoedmarkt
- PropertyNL
- Twitter
- Kennisbank van de Amsterdam School of Real Estate

2. Vastgoed

In deze scriptie wordt met vastgoed hetzelfde bedoeld als onroerend goed, zijnde een zaak die duurzaam is verenigd met de grond. De definitie geeft direct al één van de belangrijkste kenmerken weer, namelijk dat vastgoed niet verplaatsbaar is (Kat, 2010). Zoals in het voorgaande hoofdstuk besproken is het onderwerp van deze scriptie de Nederlandse commerciële vastgoedfinancieringsmarkt voor vastgoedbeleggers. In dit hoofdstuk worden de belangrijkste kenmerken van vastgoed en vastgoedbeleggingen uiteengezet.

De definitie van onroerend goed volgens het Nederlands Burgerlijk Wetboek:

"Onroerend zijn de grond, de nog niet gewonnen delfstoffen, de met de grond verenigde beplantingen, alsmede de gebouwen en werken die duurzaam met de grond zijn verenigd, hetzij rechtstreeks, hetzij door vereniging met andere gebouwen of werken." (Boek 3 Art. 3 lid 1)

2.1 Vastgoedbelegging

De Raad van de Jaarverslaggeving (RJ) vaardigt richtlijnen uit, waar Nederlandse bedrijven zich in hun externe verslaggeving aan moeten houden. Zij definiëren vastgoedbelegging als volgt in de richtlijn 940 RJ:

Een onroerende zaak (of een deel daarvan) die wordt aangehouden (door de eigenaar of door de lessee onder een financiële leasing) om huuropbrengsten of waardeinstijging, of beide, te realiseren, en niet voor:

- a. gebruik in de productie of de levering van goederen of diensten of voor bestuurlijke doeleinden in het kader van de gewone bedrijfsuitoefening; of
- b. verkoop als onderdeel van de gewone bedrijfsuitoefening.

Beleggers hebben diverse keuzemogelijkheden om in te beleggen zoals onder andere cash, goud, obligaties, aandelen, hypotheek, vastgoed, aandelen in vastgoedfondsen, onderhandse leningen en opties. De groei in het aantal beleggingsmogelijkheden maakt het beleggingsproces steeds uitdagender. Alternatieve beleggingsmogelijkheden zoals grondstoffen, bedrijfsobligaties, infrastructuur, hedge funds, en private equity krijgen een steeds belangrijkere rol (Hoevenaars, 2007). De keuze van de belegger voor een verdeling van het belegd vermogen over onder andere de bovenstaande mogelijkheden wordt mede bepaald door het gewenste rendement en risico op beleggingen en de doelstellingen en verplichtingen van de belegger (Rust e.a., 1997). Onroerendgoedbeleggingen hebben over het algemeen een lager risicoprofiel dan aandelen en een hoger risicoprofiel dan obligaties en liquiditeiten. Een rendement van zes procent tot tien procent gedurende een beleggingsperiode van ongeveer tien jaar is in het verleden reëel gebleken (biedt voor de toekomst geen garantie) (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Beleggen in vastgoed onderscheidt zich van andere beleggingsproducten door het unieke en tastbare karakter van het onderliggende vastgoed. De markt voor commercieel vastgoed

onderscheidt zich van andere beleggingsmarkten, door een heterogeen aanbod, de afwezigheid van een centrale handelsmarkt, onregelmatige handel, hoge transactiekosten, gebrek aan prijstransparantie en een beperkt aanbod (Hilbers e.a. 2001). Een vastgoedbelegging kan ingedeeld worden naar ratio het risico toeneemt: core (laag risico), value added (middelmatic) en opportunistisch (hoog). Door de veranderde risicoperceptie richtten beleggers zich het afgelopen jaar, mede onder druk van financiers, op 'prime' vastgoed ofwel 'core'-beleggingsproducten (hoogwaardig vastgoed op een goede locatie met een solvabele huurder en een langjarig huurcontract) met een laag risicoprofiel. Vooral de retail- en de woningsector profiteerden hiervan. Ook kijken beleggers kritischer naar de specifieke risico's binnen de verschillende vastgoedsectoren (JLL, 2011).

De specifieke karakteristieken van het object, de locatie en de huursituatie bepalen de waarde van de belegging. De belangrijkste positieve eigenschappen van beleggen in vastgoed zijn: 1) Door de periodieke huurinkomsten is sprake van een relatief langdurige, stabiele en zekere inkomstenstroom. 2) Huurinkomsten zijn in de meeste gevallen geïndexeerd, het risico van inflatie wordt hiermee afgedekt. 3) De waarde van vastgoed varieert in hoge mate onafhankelijk van de waarde van andere beleggingen (Schütte e.a., 2002).

2.2 Rendement & Risico

Van Boom en Van den Brink onderscheiden voor beleggers in vastgoed de volgende risicofactoren: leegstandrisico, debiteurenrisico, kosten van onderhoud, valutarisico, huuruitval, politieke ontwikkelingen en verkoop. De kwaliteit van de beheerder kan doorslaggevend zijn voor het succes (of het falen) van een vastgoedbelegging (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Het juist en volledig inschatten van risico's is van invloed op de vastgoedbeleggingswaarde en daarmee het rendement.

In het onderstaande figuur staan verschillende factoren, onderverdeeld in een vijftal categorieën, die van invloed zijn op het direct en indirect rendement van vastgoed. Ontwikkeling bij deze factoren kunnen vele gevolgen hebben voor risico's die vastgoedpartijen lopen bij het investeren in vastgoed. Elke investeerder zal streven naar maximalisatie van het rendement bij een minimaal risico (Langens, 2002). In de huidige markt zijn het voornamelijk de factoren onder I) economische, financiële en monetaire categorie en II) psychologische categorie die het meeste invloed hebben op het rendement.

Figuur 2.1 Rendement beïnvloedende factoren

I Economische, financiële en monetaire

Rente (kort en langlopend)
 Inflatie
 Economische groei
 Investeren in vaste activa
 Werkgelegenheid
 Private consumptie
 Inkomensontwikkeling
 Belastingdruk
 Fase in beleggingscyclus
 Performance van andere
 beleggingscategorieën
 Valuta-ontwikkelingen

II Psychologische categorie

Verwachtingen van beleggers t.a.v.
 rendementsontwikkelingen
 Verwachtingen van beleggers t.a.v. andere
 Factoren op de beleggingsmarkt
 Perceptie t.a.v. marktpotenties

III Juridische, organisatorische en bestuurlijke categorie

Investeringscultuur
 Fiscale wetgeving
 Huurwetgeving
 Planningscontrol / R.O.-beleid
 Vergunningenbeleid
 Procedures
 Eigendomsverhoudingen
 Politiek klimaat

IV Ruimtelijke categorie

Stedelijke omvang
 Stedelijke structuur
 Stedelijke/regionale voorraadverhouding

V Sociologische en demografische categorie

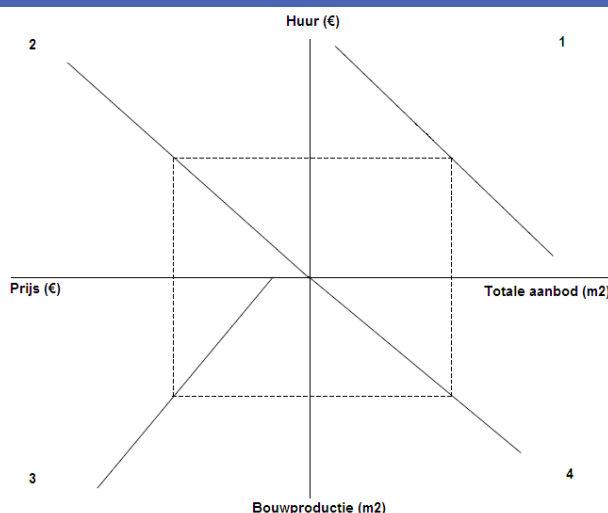
Bevolkingsontwikkeling
 Orde van grootte van de bevolking
 leeftijdsopbouw
 Demografische spreiding van de bevolking
 Maatschappelijke processen
 Trends t.a.v. wonen, werken, winkelen en
 recreëren

Bron: Le Loux, 1998-2000

2.3 Vastgoedcyclus

Hoewel vastgoedcycli telkens weer een ander karakter hebben en verschillen in heftigheid, ontwikkelt zich toch uiteindelijk elke keer weer ongeveer hetzelfde patroon (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Van een scala aan theorieën wordt het vierkwadrantenmodel gezien als de meest intuïtieve benadering van het onroerend goedsysteem volgens Van Gool en anderen in het boek *Onroerend goed als belegging*. Het model is ontwikkeld door DiPasquale en Wheaton (1992) en Fischer (1992) en koppelt de dynamiek uit de markt aan de financiële ontwikkelingen. Met behulp van het vierkwadrantenmodel kan van de dynamiek een beknopte analyse worden gemaakt. Het model is opgebouwd uit vier afzonderlijke relaties, die onderling verband houden en zorgen voor schommelingen in huur, prijzen, vraag en aanbod. In figuur 2.2 staat een grafische weergave van deze relaties (Van Gool e.a. 2007; Langerak, 2010).

Figuur 2.2 Vierkwadrantenmodel



Bron: DiPasquale en Wheaton, 1992 en Fischer 1992

In kwadrant één (huur – totale aanbod) staat de vraag naar onroerend goed centraal. Zowel in voor- als tegenspoed daalt de vraag naar ruimte naarmate de huurprijs per vierkante meter stijgt. Bij een toenemende vraag zal de huurprijs per eenheid ruimte stijgen omdat het aanbod op korte termijn vaststaat. Veranderingen in de hoogte van deze huurprijs zijn van belang voor beleggers. In kwadrant twee (huur – prijs) wordt de relatie tussen de huurprijs en de prijs van vastgoed weergegeven. De rechte lijn impliceert dat onroerendgoedprijzen proportioneel stijgen en dalen met de onderliggende huurniveaus. De verhouding tussen prijs en huur is kapitalisatievoet (capitalization rate). Een verhouding die in de vastgoedsector wordt betiteld als het aanvangsrendement. Deze verhouding is uiteraard niet constant en staat in theorie in een positieve relatie tot rente. In perioden waarin de kapitaalmarktrente op een laag niveau zit, zou ook het aanvangsrendement moeten dalen waardoor de lijn in kwadrant twee afvlakt en voor dezelfde huur dus een hogere prijs wordt betaald. Wanneer de kapitaalmarktrente op een hoog niveau zit is vastgoed voor beleggers niet aantrekkelijk, het aanvangsrendement stijgt waardoor voor dezelfde huur een lagere prijs wordt betaald. Waardoor vastgoed een te laag rendement biedt voor investeerders (Rust e.a., 1997). Kwadrant drie (prijs – bouwproductie) staat in het teken van de bouwproductie, die een functie is van het prijspeil op de onroerend goedmarkt. Nieuwbouw vindt plaats op het niveau waarbij de prijs, die op de beleggingsmarkt tot stand komt, gelijk is aan de vervangingskosten van vastgoed. In kwadrant vier (bouwproductie – totale aanbod) wordt de bouwproductie gekoppeld aan het totale aanbod aan oppervlakte, die een functie is van bouw en sloop. De verandering in de voorraad wordt bepaald door de nieuwbouwomvang minus de verliezen uit deze voorraad. In dit model figuur 2.2 wordt uitgegaan van een langtermijn-evenwichtssituatie waarin huur, prijs, bouw, vraag en aanbod elkaar in evenwicht houden (Van Gool e.a. 2007; Langerak, 2010).

2.4 Waardering

De bepaling van de waarde van onroerend goed is een momentopname waarbij de taxateur als deskundige een centrale rol speelt. De waardering van vastgoed is complex en kent veel subjectieve factoren (NBA, 2011). Taxeren is geen exacte wetenschap; vijf verschillende taxateurs komen waarschijnlijk tot vijf verschillende taxatiewaarden. De Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) maakt bekend dat 35% van de taxaties in Nederland meer dan 10% afwijken van latere verkoopwaarden. Taxateurs kunnen de transparantie verder bevorderen door inzicht te geven in de gehanteerde veronderstellingen. Meer transparantie, consistentie, regulering en toezicht zijn essentieel voor een goed functionerend taxatiestelsel. De veronderstellingen moeten worden gekwantificeerd en een sensitiviteitsanalyse moet worden toegepast: wat is het effect op de waardering als er bijvoorbeeld 10% wordt afgeweken van de gehanteerde veronderstelling (NBA, 2011).

Vanaf 2010 zijn de getaxeerde waarden van kwalitatief hoogwaardig vastgoed ofwel 'prime' vastgoed in een aantal landen weer gestegen. In sommige landen, waaronder Nederland, bestaat structurele leegstand op (voornamelijk) de secundaire markt en deze laat nog steeds prijsdalingen zien (DNB, 2011). Omdat beleggers zich voornamelijk richten op 'prime' vastgoed denkt DTZ Zadelhoff dat dit leidt tot een tekort aan kwalitatief hoogwaardige objecten met als gevolg een verschuiving naar beleggingen met een hoger risico (Vastgoedmarkt, mei 2011). Deze objecten zijn veelal te vinden zijn op de markten voor secundair vastgoed. Het aanbod in deze categorie zal toenemen doordat banken panden verkopen om het risico van waardeverlies te beperken. Die toename zal meer duidelijkheid verschaffen over de waarde van secundair vastgoed (Vastgoedmarkt, mei 2011). Volgens Harm Meijer, analist voor JP Morgan in Londen, zal de waardedaling beperkt blijven tot tien procent in plaats van de door velen gevreesde twintig procent (Vastgoedmarkt, februari 2011).

Leegstand

DNB, ABN Amro en andere belanghebbenden waarschuwen in het magazine Vastgoedmarkt (april 2011) over de toenemende leegstand in de Nederlandse kantorenmarkt (inmiddels vijftien procent volgens DNB). Het nieuwe werken en demografische ontwikkelingen (o.a. individualisme en vergrijzing) verergeren het probleem. Volgens DNB-directeur Lex Hoogduin is de leegstand een bedreiging voor de financiële stabiliteit. Veel van de leegstand is structureel van aard (EY, 2011). De structurele leegstand van veel kantoren kan tot verdere prijsdalingen leiden, die banken dwingen tot forse additionele afschrijvingen. Verhuur is namelijk een belangrijk aspect in de waardering van vastgoed. Indien er sprake is van langdurige leegstand en er weinig of geen uitzicht is op verhuur zal dat de waarde van vastgoed negatief beïnvloeden (NBA, 2011). Bij kantoorbelegger VastNed Offices/Industrial (O/I) loopt de leegstand zelfs op tot boven de twintig procent. Dit vormde één van de drijfveren achter de fusie tussen Nieuwe Steen Investments (NSI) en VastNed (O/I) (Vastgoedmarkt, 2011). Door de onzekerheid over én illiquiditeit van vastgoedmarkten is adequate en transparante waardering van groot belang. Voor herstel van het vertrouwen in de

financiële sector is het belangrijk dat marktpartijen erop kunnen vertrouwen dat verliezen niet verborgen blijven.

Huurincentives

Op de kantorenmarkt worden onder invloed van marktomstandigheden steeds meer verhuurincentives of te wel huurkortingen gegeven door vastgoedbeleggers. Volgens Ad Buisman van hoofd vastgoed van Ernst & Young is het gebruikelijk in de markt dat er twee contracten worden getekend. Eén voor de jaarhuur per vierkante meter en één met de verschillende kortingen in de zo genoemde 'side letter'. Voor het bepalen van de waarde van vastgoed is het van belang dat de afspraken zoals ze gemaakt zijn in beide contracten worden meegenomen in de waardebepaling (FD, 2011). In plaats van het neerwaarts aanpassen van de formele contractuurprijzen geeft men bijvoorbeeld huurvrije periodes, huurkorting, verhuisvergoeding, tekengeld of sleutelgeld, ingroeihuren en bijdragen aan de inrichtingskosten. Het systeem van het geven van incentives is voor een groot deel gebaseerd op het proberen voordeel te behalen door het al dan niet bewust creëren van een ondoorzichtige markt. Omdat incentives de werkelijke huurprijzen verhullen, dragen ze niet bij aan de transparantie en een goede werking van de kantorenmarkt, die met een structureel hoog aanbod kampt. Dit stelt Van Gool in zijn onderzoekspaper "Moet een belegger wel huurincentives geven?" Voor verkopers is er formeel op dit moment geen verplichting om melding te maken van eventuele verstrekte incentives aan de taxateur (Van Gool, 2011). In het Financiële dagblad van 19 september jl. geeft de AFM aan dat de vastgoedsector kenbaar moet maken hoeveel korting zij huurders verstrekken om kantoren gevuld te krijgen. Informatie over huurvrije periodes, dienen vanaf het jaarverslag 2011 vermeld te worden (FD, 2011).

Waarderingsmodellen

Om de waarde van vastgoed te kunnen bepalen kan een vijftal waarderingsmodellen worden gebruikt: de direct vergelijkende benadering, ratiomodellen, de contante-waarde methode (Discounted Cash Flow methode), de kostenbenadering en de residuele waarde. Bij veel van deze modellen speelt het comparatieve element min of meer een centrale rol (Uittenbogaard en Vos, 1996). Voor vastgoed en andere illiquide activa, zoals complexe beleggingsproducten, is dit nadelig omdat de actuele marktwaarde vaak lastig te bepalen is, omdat er weinig of geen transacties plaatsvinden die een betrouwbaar referentiepunt vormen (DNB, 2011). Daarnaast is in een wereld van incentives en leegstand niets meer zeker. De discounted cash flow (DCF) methode leent zich beter voor deze situatie. Deze methode gaat uit van kasstromen die het object naar verwachting in de toekomst zal opleveren. Deze methode houdt rekening met diverse toekomstige ontwikkelingen zoals leegstand, renovaties en een exit waarde. Binnen het DCF model worden deze veronderstelde toekomstige kasstromen contant gemaakt tegen een voor het risico aangepaste disconteringsvoet (=risicovrije rente + opslag vastgoedmarktrisico). Dit is direct ook het nadeel van dit model omdat de genomen opslag voor het vastgoedmarktrisico minder meetbaar is (Vastgoedmarkt, 2010).

Risicovrije rente

De kapitaalmarktrente (lange termijn rente) heeft na twee decennia gestage daling een historisch dieptepunt bereikt en ligt, ondanks de recente stijging, nog steeds op een laag niveau (DNB, 2011). De kapitaalmarktrente hangt voornamelijk af van de marktfactoren zoals fundamentele economische ontwikkeling en de internationale kapitaalstromen. De belangrijkste economische fundamentals zijn de spaar- en investeringsgenegenheid van de economie en de inflatie (Duffhues, 2006). Voor het bepalen van de waarde van direct vastgoed wordt de lange termijn rente door veel beleggers gebruikt als vergelijkingsbasis. De jongste tienjarige staatslening wordt gezien als een 'risicovrije' belegging. Voor het gewenste rendement voor direct vastgoed wordt gerekend met een risico-opslag voor de specifieke vastgoedrisico's boven op de rente die op de 10-jarige staatslening wordt verkregen (DTZ, 2009). De rente op een 10-jarige staatslening heeft sinds januari van dit jaar een stijging laten zien en het gemiddelde cijfer voor juni (2011) komt uit op 4,37 procent voor het eurogebied (DNB, 2011).

Dynamische DCF benadering

Een dynamische DCF benadering kan de minpunten van het conventionele DCF model wegnemen. Dit is een model waarbij rekening wordt gehouden met verschillende scenario's. Voor elk mogelijk scenario wordt een verloop van de kasstromen opgesteld waarbij rekening wordt gehouden met verschillende exit waarden, afhankelijk van hoe de markt zich binnen dat scenario ontwikkelt. Door variabelen in vooraf gestelde bandbreedtes te laten fluctueren neemt de directe invloed van specifieke variabelen af op het mogelijke verloop van de kasstromen, zowel in positieve als negatieve zin. Deze bandbreedtes geven een betere afspiegeling van de realiteit dan de opslag voor het marktrisico. Het grote voordeel van deze dynamische benadering is dat de risico's in de kasstromen zijn verwerkt en een disconteringsvoet zonder marktrisico opslag wordt gehanteerd voor het contant maken van de kasstromen (DTZ Zadelhoff Vastgoedmarkt, 2010).

Rating model

Op basis van dit model is door drs. Robert Kat, werkzaam bij DTZ Zadelhoff, in 2010 een rating model ontwikkeld om het risico van een vastgoedinvestering beter te kunnen inschatten. Een rating is een indicatie, zoals een standaard deviatie die in één keer het risicoprofiel van een onderneming weergeeft. Een rating is dus een goed instrument om het risico en betrouwbaarheid van een investering of financiering te beoordelen. Een vastgoed rating zou informatie kunnen geven over het vermogen van een vastgoedobject om aan de verplichtingen (rente, belastingen, onderhoud en verzekeringen) die daarop rusten te voldoen. Het gaat daarbij niet over de kredietwaardigheid van de vastgoedpartijen maar over de kredietwaardigheid van het vastgoed zelf. Waarbij een parallel tussen de onderneming en een vastgoedobject wordt getrokken, om vastgoedobjecten als onderneming te zien (Kat, 2010).

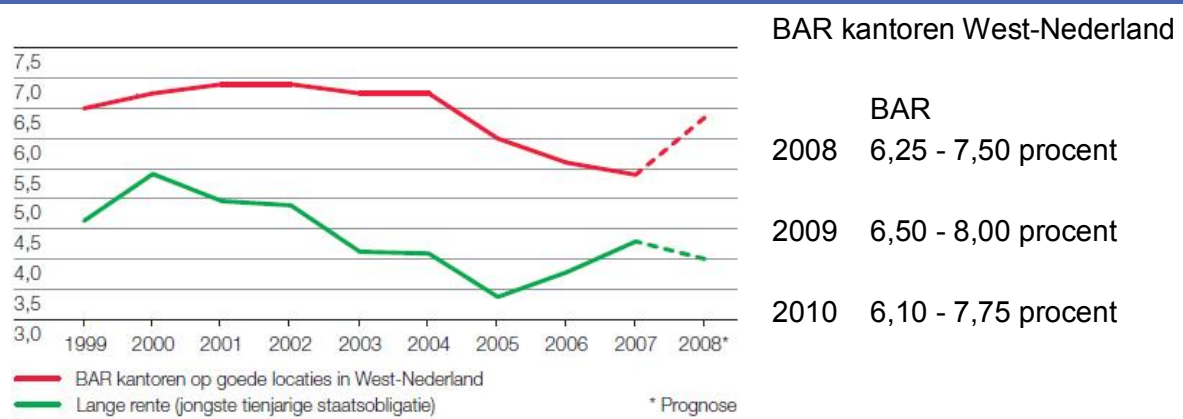
De belangrijkste factoren die worden gebruikt in het model zijn de kasstroom van opeenvolgende jaren en de marktwaarde van het vastgoed. De waarde van het vastgoed is de economische waarde die wordt bepaald door de contante waarde van de kasstromen. Inkomende kasstromen zijn huurinkomsten. Deze huurinkomsten hebben geen risicovrij karakter, huurders hebben meestal een contract voor bepaalde tijd en er is een risico dat de huurder failliet kan gaan. Bij de inschatting van deze

inkomsten is het van belang een goede inschatting te maken van de kans op verlening en de kans op een nieuwe huurder. De uitgaande kasstromen zijn vrij constant en in grote mate onafhankelijk van de bezettingsgraad. Het inschatten van deze kasstromen is dan ook vrij eenvoudig. Uitgaande kasstromen zijn verzekeringen, belastingen, kosten voor beheer, kosten voor onderhoud/replicatie en rente of erfpacht. De resultante van de inkomende en uitgaande kasstromen zijn de netto kasstromen. Als deze netto kasstromen contant worden gemaakt met een disconteringspercentage dan komt daaruit de netto contante waarde van het vastgoedobject. Wat in de thesis van Kat gelijk is aan de marktwaarde van vastgoed. Bij de kosten moeten ook de opportunity kosten (alternatieve kosten) meegenomen worden. De alternatieve kosten zijn gelijk aan het rendement dat de belegger zou ontvangen bij een andere belegging en dan specifiek op het op één na beste alternatief van de meest kansrijke belegging. Bij het bepalen van de netto contante waarde rekent men met een rentepercentage dat door de alternatieve investering verdiend zou kunnen worden. Tot dusver lijkt de modellering erg op taxatiemodellen dat men veel gebruikt bij vastgoedtaxaties. Het verschil zit voornamelijk in de bepaling van het risico. Meestal doen taxateurs schattingen op basis van hun ervaring en hebben daardoor een groot subjectief karakter. In het rating model wordt in plaats van een schatting een berekening van de bandbreedte en een kansverdeling toegepast. Daarnaast wordt het van belang geacht om te weten hoe groot de kans is op negatieve scenario's, waarvoor een scenarioanalyse wordt opgesteld. Het is niet de bedoeling om in deze scriptie in te gaan op alle technische details van het ratingmodel. De bovenstaande uitwerking is een omschrijving op hoofdlijnen van de belangrijkste factoren. Meer informatie over dit ratingmodel is te vinden in de scriptie van drs. Robert Kat genaamd "De (krediet)waardigheid van vastgoed" (Kat, 2010).

Aanvangsrendementen

Het bruto aanvangsrendement (BAR) is één van de meest gebruikte waarderingmethoden bij commercieel vastgoed. De top aanvangsrendementen voor kantoren lieten in de meeste markten een verdere aanscherping zien in 2010, maar wel in een lager tempo dan in eerdere kwartalen. Madrid, Praag en Warschau lieten de sterkste prijsstijging zien voor topproducten met 25 basispunten. De aanvangsrendementen in de grootste markten, Londen en Parijs, bleven stabiel. Door de interesse van beleggers in 'prime' vastgoed stonden de top netto aanvangsrendementen voor kantoorvastgoed binnen de vijf grote steden onder neerwaartse druk. In Amsterdam daalden de netto aanvangsrendementen met 35 basispunten, terwijl de netto aanvangsrendementen in Rotterdam en Den Haag zelfs met 55 basispunten daalden. JLL verwacht dat de aanvangsrendementen in 2011 zullen stabiliseren. Dit komt enerzijds door een afnemende beleggingsdruk en anderzijds doordat deze rendementen momenteel dicht bij niveaus van voor de crisis liggen (JLL, 2011). In figuur 2.3 van DTZ Zadelhoff en DNB wordt dit weergegeven. In de periode eind 2004 - eind 2006 is de BAR dicht bij de BAR in 2010 (6,10 – 7,75 procent).

Figuur 2.3 Ontwikkeling bruto aanvangsrendement (%)



Bron: DNB, DTZ, 2008, 2010

3. Financiering

Financiering is de wetenschap die zich bezighoudt met het proces, instellingen, markten en instrumenten die worden gebruikt bij de geld- en kredietstromen tussen individuen, bedrijven en overheden. Het brede terrein van financiering kan in een aantal deelreinen worden onderscheiden waaronder bedrijfsfinanciering, investeringen, effecten, financiële instellingen, financiële service, persoonlijke financiën, verzekeringen, risicobeheer en commerciële vastgoedfinanciering. Alle subdisciplines hebben te maken met een ander gebied van financiering (Clauretje en Sirmans, 2006). Er zijn twee belangrijke redenen voor het aantrekken van vreemd vermogen. Gezien het kapitaal intensieve karakter van vastgoed is het niet eenvoudig om vastgoed volledig met eigen vermogen te financieren. En door het lenen van kapitaal kan met een beperkt eigen vermogen toch een grote investering plaatsvinden (zogenoemde hefboomeffect). Vastgoed is een goed onderpand om het gebrek aan middelen alsmede het hefboomeffect te versterken. Het is dan ook niet opmerkelijk dat legio vastgoedondernemingen van dit interessante mechanisme gebruik maken (Langerak, 2010).

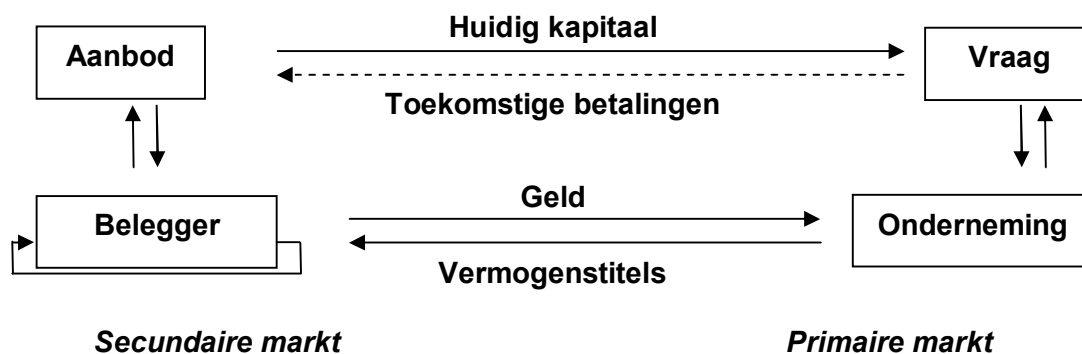
Dit hoofdstuk kadert een aantal onderwerpen en begrippen af. Op basis van literatuuronderzoek wordt achtergrondinformatie gegeven over de onderwerpen die naar voren komen uit de inleiding. Dit kader dient bovendien als basis voor inhoudelijke keuzes met betrekking tot de opzet en uitwerking van het onderzoek.

3.1 Financiële markten

“Op het raakvlak van de kapitaalmarkt en vastgoedwereld heeft gedurende de laatste twintig jaar zoiets als een revolutie gewoed, die vermoedelijk nog niet tot een einde is gekomen (Breevast, 1984).”

Een markt is een plaats waar producten worden verhandeld. De financiële markt, ofwel de kapitaalmarkt, is samen met de geldmarkt de vermogensmarkt. Op de vermogensmarkt komen aanbieders van financiële producten en diensten in contact met particulieren en bedrijven die deze willen kopen. Op de kapitaalmarkt worden financiële producten en diensten (zoals obligaties, aandelen en derivaten) verhandeld met een lange looptijd. Producten en diensten met een kortere looptijd worden verhandeld op de geldmarkt. De kapitaalmarkt wordt verdeeld in de primaire en de secundaire markt (figuur 3.1). Op de primaire markt kunnen instellingen, bedrijven of overheden financiering krijgen door nieuwe effecten (aandelen, obligaties, opties en dergelijke) aan te bieden. De uitgifte van nieuwe aandelen of obligaties op de primaire markt noemen we emissie. Alle partijen zullen zich op de primaire kapitaalmarkt begeven. Zij wensen namelijk geld aan te trekken. Dit geld wordt aangetrokken in de vorm van een lening of in de vorm van nieuw uit te geven aandelenkapitaal (Dijk, 2008). Op de secundaire markt worden reeds bestaande vermogenstitels verhandeld door de beleggers (AFM, 2011). De prijzen op de kapitaalmarkt worden bepaald door vraag en aanbod van financiële producten en diensten en zijn alleen indirect te beïnvloeden door de overheid of de centrale banken (Dijk, 2008).

Figuur 3.1 Financiële markten: kapitaalmarkt



Bron: Kramer, 2010

3.2 Vastgoedfinanciering

Vastgoedfinanciering wordt vaak gezien als een hypothecaire lening met langdurig vreemd vermogen van afzonderlijke vastgoedobjecten. Waarbij het onderliggende vastgoed, zoals gebouwen en grond, dient als zekerheidsstelling. Wanneer de hypotheekgever in gebreke blijft bij het betalen van zijn rente- en aflossingsverplichtingen, kan de hypotheeknemer overgaan tot executie van het object. Uit de opbrengst van de executie worden eerst de schulden aan de hypotheeknemer voldaan (Schütte e.a., 2002). Vastgoedfinanciering is een breed onderwerp en omvat verschillende studies naar instituties, markten en instrumenten die worden gebruikt voor geld- en krediettransacties voor het ontwikkelen of verwerven van vastgoed (Clauret en Sirmans, 2006). Tot aan de “securitization revolution” in 1990 werden vastgoedhypotheken traditioneel aan de activa zijde van de balans van de bank, niet omgezet in homogene verhandelbare effecten (securitisatie). In plaats daarvan was het gebruikelijk om de lening als geheel op de balans te houden door een bank of institutie (Geltner e.a. 2007). Deze revolutie wordt besproken onder paragraaf 2.4 investeringssysteem.

Definitie commerciële vastgoedfinanciering:

Geltner, Miller en Clayton (2007) definiëren “commercial mortgages” als financieringen waarvoor als zekerheid voor deze financiering, een hypothecaire inschrijving wordt genomen op vastgoed dat een bepaalde inkomensstroom teweegbrengt.

Door de Bank of International Settlements (BIS) wordt een onderscheid gemaakt tussen woninghypotheken en commerciële vastgoedfinanciering. Volgens de BIS onderscheidt commerciële vastgoedfinanciering zich van woninghypotheken op basis van de volgende eigenschappen:

- Commerciële vastgoedfinanciering heeft doorgaans een groter volume dan woninghypotheken.
- Het onderliggend vastgoed genereert in geval van commerciële vastgoedfinanciering een inkomen dat in de lasten van de lening voorziet.

- De expertise van de kredietnemers is in het geval van commerciële vastgoedfinanciering aanzienlijk hoger dan in het geval van een woninghypothek, aangezien het professionals zijn.
- Commerciële vastgoedfinanciering is doorgaans unieker van aard (maatwerk) ten opzichte van de doorgaans gestandaardiseerde woninghypothek.
- Sociale en politieke invloeden, en overheidsoptreden als gevolg daarvan hebben minder invloed op commerciële vastgoedfinanciering ten opzichte van woninghypotheken waarbij de kredietnemer in hoge mate beschermd wordt.
- Commerciële vastgoedfinanciering is minder gereguleerd in burgerlijk recht en gestandaardiseerd door centrale banken.
(BIS, 2006)

Op peildatum 1 januari 2010 is volgens gegevens van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) de totale waarde van alle gewaardeerde onroerende zaken in Nederland 2.222 miljard euro (voorlopige cijfers). Deze waarderingen zijn uitgevoerd in het kader van de Wet Waardering Onroerende Zaken (WOZ). De waarde van woningen is 1.759 miljard euro en de waarde van niet-woningen is 463 miljoen euro (CBS, 2010). Op peildatum 1 januari 2010 is de waarde van alle uitstaande hypotheek bij de financiële instellingen op de activa zijde van de balans 657 miljoen euro (CBS, 2010). Het verschil tussen de WOZ-waarde en de uitstaande hypotheek is 1.540 miljard euro. Dit verschil is te verklaren uit het feit dat niet al het onroerend goed wordt gefinancierd middels hypothecaire leningen, zie paragraaf financieringsvormen. De rest is het eigen vermogen van de onderneming of particulier welke niet inzichtelijk gemaakt kan worden omdat het CBS geen dergelijke specifieke opdeling kent van soorten leningen.

<i>Financiële instellingen op de balans</i>	2010
Institutionele beleggers	€ 38.300.000
Geldscheppende financiële instellingen	€ 374.747.000
Overige niet-geldsch. fin. instellingen	€ 243.984.000
Totaal hypotheek activa zijde	€ 657.031.000
Waarde onroerend goed (WOZ-waarde)	€ 2.222.582.000
Vershil tussen WOZ-waarde en uitstaande hypotheek	€ 1.540.969.000

Bron: CBS, 2010

Over geheel 2003 werd 160,1 miljoen euro aan financiering verstrekt met hypothecaire zekerheid. Ruim tweederde van die 160,1 miljoen euro betreft de traditionele woningfinanciering. Het restant wordt verdeeld over 34,5 miljoen euro aan financiering van uitsluitend bedrijfspanden en 12 miljoen euro aan vastgoedfinanciering van huizen met in pandige bedrijfsruimte. Bij deze cijfers moet een kanttekening gemaakt worden, het CBS baseert zijn berekeningen op hypothecaire inschrijvingen wat niet helemaal gelijk staat aan de daadwerkelijke verstrekking van de vastgoedfinanciering. Beleggers willen nog wel eens een hogere inschrijving bedingen om later extra te kunnen lenen zonder opnieuw de gang naar de notaris te moeten maken. Het CBS is per 1 januari 2004 om bezuinigingsredenen gestopt met het verzamelen van verstrekte

hypotheekleningen (PropertyNL, 2004). Zowel de DNB als de AFM houdt geen (openbaar) register bij over cijfers bij van verstrekte hypotheekleningen.

Opkomst vastgoedfinanciering

Vanaf de jaren 1860 heeft een soort oprichtingsgolf van banken plaats gevonden toen er in korte tijd een twaalftal algemene, of zoals ze toen ook wel werden genoemd, handelsbanken werden opgericht. Deze banken hadden als doel het aantrekken van geldmiddelen om daarmee vervolgens kredieten te verstrekken. Hypotheekbanken zijn net als de algemene banken vanaf de jaren 1860 actief (R. de Jong, 2002). Tot aan 1960 vormde de hypotheekfinanciering van woningen in de meeste landen eigenlijk de enige directe schakel tussen de kapitaal- en vastgoedmarkt. Vastgoed werd uitsluitend gefinancierd met aan de kapitaalmarkt ontleend vreemd vermogen (hypotheeken) en eigen vermogen. Hypotheken werden verstrekt tot een maximum van tweederde a drie vierde van de zeer voorzichtig getaxeerde waarde. Het ontwikkelen en bezitten van vastgoed gebeurde in die tijd vooral voor eigen gebruik. Voor 1960 hadden beleggers in het algemeen weinig interesse in vastgoed. De meeste beleggers beperkten zich tot de eigendom van complexen met huurwoningen. Pas na 1970 ontstond er meer belangstelling voor commercieel vastgoed. Enkele bedrijfspensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen (o.a. het Philips Pensioenfonds) waren pioniers op dit terrein (Breevast, 1984). Dit kwam mede omdat op de vastgoedmarkt meer en meer bedrijven vastgoed is gaan huren, in plaats van een eigenaar-gebruiker situatie. Dit betekende dat er mogelijkheden zijn ontstaan voor vastgoedbeleggers (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008).

Elementen van financiering

In de zoektocht naar de fundamenteën van vastgoedfinanciering zijn grootheden als risico, rente en rendement belangrijke elementen vanuit financiering, zo niet fundamentele elementen. Risico is voor financiers zeer belangrijk en de rendement-risico verhouding staat centraal. Elke investeerder zal streven naar maximalisatie van het rendement bij een minimaal risico (Horchner, 2008). Een slechte inschatting van het risico ten opzichte van het rendement is één van de belangrijkste redenen die heeft geleid tot de kredietcrisis. Het voorlopige antwoord daarop van financiële instellingen is: lagere bevoorschottingspercentages en hogere risico-opslagen. Daarmee is wellicht de kans op een nieuwe kredietcrisis verlaagd, maar de manier van risico-inschatting blijft onveranderd. Om de markt verder te kunnen professionaliseren is inzicht in het risicoprofiel van een vastgoedobject een vereiste. De vastgoedwereld kent vergeleken met andere beleggingscategorieën weinig risico-indicatoren op basis waarvan een risicoprofiel kan worden vastgesteld. Dat komt door het gebrek aan dagelijkse prijsvorming en de objecten zijn onderling niet goed te vergelijken. Rentes zijn belangrijke omgevingsvariabelen voor het financieel systeem en de economie. Renteontwikkelingen hebben gevolgen voor de hypotheeklasten van ondernemingen en de rentebaten van banken (DNB, 2011). De hoogte van de rentevergoeding die een financier vraagt over het vermogen dat hij ter beschikking stelt, bestaat in theorie uit vier componenten: een vergoeding voor geldontwaarding en ter beschikkingstellen van, een kosten- en winstopslag en een risicopremie (Schutte, 2002).

Het risico bestaat voor de geldgever uit de kans dat de geldnemer niet aan zijn periodieke verplichtingen kan voldoen en uit de waarschijnlijkheid dat bij parate executie onvoldoende geld wordt gegenereerd om alsnog aan de verplichtingen te voldoen. Deze twee kansen worden systematisch gewogen door de onderstaande ratio's:

1. Loan-to-Value-Ratio (LTV) = Hoofdsom van de lening gedeeld door de courante waarde van het onderpand.
2. Debt-Service-Coverage-Ratio (DSCR) = Termijn betaling voor aflossing en rente van de lening gedeeld door de periodieke netto-opbrengst uit het project.
3. Interest coverage ratio (ICR of rentedekking) = Bedrijfsresultaat of netto winst+rente / netto interest lasten vreemd vermogen.

De LTV geeft een indicatie van de kans dat bij verkoop onvoldoende middelen worden vrijgemaakt om alsnog aan de verplichtingen te voldoen. Hoe hoger het percentage vreemd vermogen des te hoger wordt het rendement, maar ook het risico. Bij huuruival zal het rendement relatief sneller dalen indien voor een hoge LTV is gekozen (Van Boom en Van den Brink, 2007-2008). Een lage LTV verlaagt deze kans en dus het risico van de lening. De DSCR dient als indicatie voor het gevaar dat het tot een faillissement zal komen. Een hoge DSCR maakt de kans groter dat de geldnemer bij tegenvallende inkomsten niet aan de periodieke verplichting kan voldoen (Van Gool e.a., 2007). De rentedekking is van belang bij het vergelijken van partijen omdat de rentes die ondernemingen moeten betalen kunnen afwijken. Het is een goede indicator van de kredietwaardigheid van een onderneming. De ICR geeft aan in welke mate de onderneming in staat is om uit het resultaat de renteverplichtingen te kunnen voldoen. Per sector en risicograad van de onderneming stellen banken hieraan eisen. Veelal geldt een rentedekking van 2,5 als absolute ondergrens en wordt een rentedekking van 4,0 als gezond beschouwd (Urff, 2010).

Uniformiteit in de ratio's is eveneens van belang, dit bevordert de transparantie. Als er LTV's worden berekend, maar de gehanteerde taxatietechnieken wijken af, dan wordt daarmee ook de kwaliteit van de rating ondermijnd. Dit pleit voor uniforme waarderingsgrondslagen. Het is dus niet alleen in het belang van de vastgoedmarkt maar ook van de financieringsmarkt dat deze uniformiteit er komt (Schoor, 2010). In 2007 lagen de financieringsniveaus respectievelijk op LTV ratio's van 80%. Tegenwoordig (2011) is het LTV-niveau verlaagd naar 60-70% (mede door Basel III) (EY, 2011).

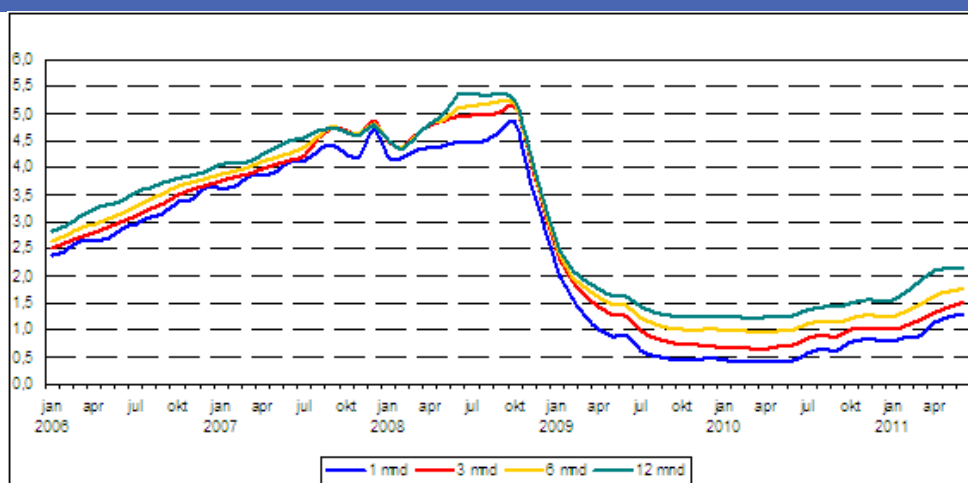
Inflatie

De inflatie in de eurozone steeg in april 2011 tot 2,8 procent op jaarbasis. De consumentenprijzen lopen vooral op door de hogere energie- en grondstoffenprijzen. De inflatie in de eurolanden ligt nu ruim boven de doelstelling van de ECB. De centrale bank streeft naar een inflatie van net onder de twee procent ("less than but close to 2,0 procent"). De ECB zal naar verwachting monetair beleid inzetten om een stijgende inflatie tegen te gaan (Vastgoedmarkt, mei 2011), onder andere door een verhoging van de rente. Inflatie is een belangrijk element in de economische omgeving van vastgoed. In sommige kringen is de verwachting dat dit goed is voor beleggers. Het verhoogt de huur en waarde van vastgoed, maar aan de andere kant ook de kosten. Een lange termijn relatie tussen rendement en inflatie is echter onbewezen (C&W, 2011).

In de "Dutch Capital Markets Outlook 2010" van JLL wordt aangegeven dat het vastgoed van een financieel instrument terugkeert naar zijn traditionele rol: een solide langetermijnbelegging die bescherming biedt tegen inflatie (JLL, 2010). Een belangrijke reden hiervoor is de inflatiecorrectie die is opgenomen in huurcontracten. Bij gelijkblijvende kapitalisatiefactor stijgt de waarde van het vastgoed bij een verhoging van de huur met hetzelfde percentage als de huur (ziende inflatie) (Kat, 2010).

Euribor-rente

De Euribor-rente (Euro Interbank Offered Rate) is belangrijk voor beleggers in vastgoed. Op basis van deze rente wordt namelijk de rente voor financieringen in vastgoed bepaald (DTZ, 2009). Het Euribortarief is het gemiddelde rentetarief (met uitzondering van de hoogste en laagste waardes) waartegen 57 banken uit het eurogebied bereid zijn elkaar leningen in euro's te verstrekken (DNB, 2011). Op dit moment is er een lichte stijging te zien van de Euribor-rente (figuur 3.2). De Euribor-rente is gestegen van 0,65 procent (3 maands) in maart 2010 naar 1,49 procent (3 maands) in juni 2011. Gezien de stand voor crisis is dit nog een historisch laag niveau. In december 2006 was de rentestand 3,68 procent (3 maands) (DNB, 2011). Een lage rente kan voor gunstige financieringsvoorwaarden voor beleggers leiden. De rente die beleggers betalen op hun (her)financiering gaat dalen en dat betekent dat zij goedkoper geld kunnen lenen. Op het moment dat deze situatie zich voordoet, zullen de aanvangsrendementen stabiliseren (DTZ, 2009).

Figuur 3.2 Een-, drie-, zes- en twaalfmaands Euribor

Bron: DNB, 2011

Vreemd of eigen vermogen

Een vastgoedonderneming heeft de keuze om haar investering te financieren met: 1) eigen vermogen bijvoorbeeld door het uitgeven van aandelen, 2) vreemd vermogen bijvoorbeeld door het afsluiten van leningen, obligaties of hypotheekleningen of 3) combinaties van beide bijvoorbeeld mezzanine kapitaal, zoals preferente aandelen en achtergestelde leningen (Langerak, 2010). De keuze in financieringsbronnen eigen vermogen, vreemd vermogen of een combinatie van beide bepaalt de vermogensstructuur van een onderneming. Een instelling of persoon die nieuw kapitaal verschaft aan een bedrijf, verkrijgt bij gevolg de status van aandeelhouder dan wel schuldeiser. Het eigen vermogen verstrekt door de beleggers, vormt de basis waaruit financiers aangetrokken worden om leningen ter beschikking te stellen. Voor financiers heeft het eigen vermogen twee functies, te weten een buffer- en een verankeringfunctie. Een bufferfunctie zorgt voor een comfortabele veiligheidsmarge voor het opvangen van eventuele financiële schokken. In een verankeringfunctie willen geldgevers niet dat beleggers eenvoudig uit een investering kunnen stappen. Middels een verankering met een stevig geïnvesteerd eigen vermogen hopen financiers dat beleggers voldoende belang en betrokkenheid hebben om een belegging zo rendabel mogelijk te maken (Horchner, 2008). Er zijn twee belangrijke redenen om vastgoed te gaan financieren met vreemd vermogen. Dit zijn het ontbreken van voldoende eigen vermogen en/of ter verbetering van het rendement op het eigen vermogen middels de financiële hefboomwerking. Gezien het kapitaalintensieve karakter is het niet eenvoudig dan wel onmogelijk om vastgoed volledig met eigen vermogen te financieren. Intern beschikbare financieringsmiddelen van vastgoedondernemingen zijn vaak niet toereikend om de geplande investeringen mogelijk te maken. Door middel van het aantrekken van vreemd vermogen worden investeringen mogelijk. De andere reden voor het aantrekken van vreemd vermogen is het verbeteren van het rendement op eigen vermogen middels de financiële hefboomwerking ofwel leverage (Langerak, 2010). Deze wordt bepaald door de financiële structuur van de investering en de financiële lasten. Het voordeel van de financiële hefboomwerking wordt behaald als de kosten van vreemd vermogen lager zijn dan de verwachte rentabiliteit van het vastgoed: een positieve leverage. Als de rentabiliteit van het totale vermogen lager is dan de kosten van vreemd vermogen, dan treedt er een negatief hefboomeffect op. Hoe groter het aandeel van vreemd vermogen in de financiering van de onderneming, des te sterker werkt het (positieve of negatieve) hefboomeffect (Groningen, 2007).

Profiel belegger

Het bereiken van de optimale verhouding tussen de hoeveelheid eigen vermogen en vreemd vermogen is naast de beschikbaarheid van vastgoed afhankelijk van de strategie, fiscale aard, omvang en financiële gegoedheid van een belegger (Van Graas, 2005). In het onderstaande worden deze eigenschappen van de belegger uitgewerkt.

Het managen van een specifieke beleggingsportefeuille geschiedt op basis van de beschikbare informatie, bestaande uit historische gegevens, de huidige situatie en voorspellingen van de onzekere toekomst. Onzekerheid ten aanzien van toekomstige ontwikkelingen is de enige zekerheid die de belegger heeft (Driel, 2006). De

beleggingsstrategie komt voort uit de inschatting van de toekomstige ontwikkelingen door de belegger. Voor lange termijn beleggers is het strategische beleggingsbeleid één van de meest fundamentele beslissingen, waar rente en inflatierisico een prominente rol in spelen (Hoevenaars, 2007). In verband met de onzekerheid over de toekomst zijn de volgende aandachtspunten voor de belegger als voor de financierder essentieel:

- Het reduceren van beleggingsrisico's door selectie van beleggingscategorieën en spreiding van beleggingen en soorten risico's. Beleggingen reageren verschillend op economische en maatschappelijke ontwikkelingen, rente, inflatie en dergelijke. Bij het samenstellen van een portefeuille is het dus van groot belang een combinatie van beleggingscategorieën samen te stellen die onderling laag correleren. Een goede spreiding van beleggingen wordt bepaald door rendement, risico en correlatie. Diversificatie zorgt voor een maximaal rendement bij een geaccepteerde risicogrenswaarde, dan wel een zo minimaal mogelijk risico bij een gewenst rendementsniveau.
- Nauwkeurig mogelijke inschatting van toekomstige inkomende en uitgaande kasstromen. Met name het inzicht in de ontwikkeling van toekomstige kasstromen en waardeontwikkeling bepaalt de toegevoegde waarde van de management organisatie van de belegger.
- Timing op basis van visie. Investeringsbeslissingen zijn net als de inschatting van toekomstige kasstromen afhankelijk van deskundigheid en visie.

(Driel, 2006)

De fiscale aard van een belegger heeft een grote invloed op de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. In de wet op de Vennootschapsbelasting is een speciaal besluit opgenomen over beleggingsinstellingen, namelijk de fiscale beleggingsinstelling (FBI). De (FBI) hoeft geen vennootschapsbelasting (VPB) te betalen. De BV moet aan een aantal voorwaarden voldoen om aangemerkt te worden als een FBI. Wanneer aan de voorwaarden voor een fiscale beleggingsinstelling (FBI), wordt voldaan, is automatisch sprake van een FBI. Om in aanmerking te komen voor deze FBI-status, moet een Nederlands vastgoedbeleggingsfonds voldoen aan een aantal criteria. Waarvan de belangrijkste is dat de beleggingsinstelling zich feitelijk en statutair bezig moet houden met het beleggen van vermogen en geen onderneming mag drijven. Daarnaast mag een FBI haar beleggingen niet onbepaald met vreemd vermogen financieren. Slechts zestig procent van de fiscale boekwaarden van het vastgoed mag gefinancierd zijn door het aangaan van schulden. Wanneer die grens wordt overschreden, vervalt de fiscale status van de beleggingsinstelling (Raatgever, 2009, Brounen en Eichholtz, 2001).

De financiële gegoedheid is het synoniem voor de kredietwaardigheid van een belegger. De kredietwaardigheid van een onderneming beslist erover of en onder welke voorwaarden (de renteopslag is afhankelijk van de kredietwaardigheid) de kredietaanvrager een lening zal krijgen (financieel.infonu, 2010). De verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen, de solvabiliteit, is een belangrijk beoordelingscriterium voor de financiële gegoedheid van een onderneming of een project. Financiers stellen in het algemeen minimum eisen aan de solvabiliteit (Schutte, 2002). Het CBS spreekt

van dat bij grotere ondernemingen (alle bedrijfstakken) een solvabiliteit van rond de 45 procent gebruikelijk is (CBS, 2011).

Financieringsvormen

Beleggers zijn heterogeen, ze hebben allemaal verschillende verplichtingen, niveaus, deskundigheid, visies en doelen. Tevens zijn ze onderworpen aan verschillende vormen van regelgeving en juridische beperkingen. Een ideale investering voor de ene belegger is niet direct een ideale investering voor een andere belegger. Deze heterogeniteit is de basis voor een markt in financieringsproducten. De ene belegger wil kopen en de ander wil verkopen. Een andere consequentie van de heterogeniteit is de behoefte aan verscheidenheid in financieringsproducten en systemen. Het matchen van de heterogene groep beleggers met het heterogene financiële systeem van geld- en kredietstromen is de functie van en kans voor de kapitaalmarkt (Geltner e.a., 2007). Bij de financiering van commercieel vastgoed is een groot aantal varianten mogelijk, de onderstaande varianten worden gezien als de basis van vastgoedfinanciering. Ze werden in 2006 beschreven door De Kousemaeker en Van Agt.

- Balansfinanciering: financiering zonder hypothecaire zekerheidstelling op basis van de goedgeheid van de geldnemer;
- Portefeuillefinanciering: financiering met een op meerdere vastgoedobjecten gevestigde hypothecaire zekerheidsstelling en daarnaast op basis van de financiële goedgeheid van de vennootschap (Graas, 2005);
- Bouwfinanciering: financiering ten behoeve van een te bouwen object, met een looptijd over het algemeen kleiner dan twee jaar;
- Beleggingsfinanciering: langjarige financiering waarbij de intentie niet aanwezig is om het object op korte termijn te verkopen;
- Handelsfinanciering; financiering met een looptijd korter dan twee jaar, waarbij de intentie aanwezig is om het object te verkopen;
- Mezzanine financiering: tussenvorm tussen vreemd en eigen vermogen. Bijvoorbeeld een financiering met een hoog risicoprofiel, die eventueel omgezet kan worden in aandelenkapitaal;
- Participatiefianciering; een financiering waarbij voor het verhoogde risicoprofiel extra betaald wordt in de vorm van financieringspremies of winstrechten;
- Operationele lease; (off-balance) financieringsvorm waarbij het eigendom overgaat naar de geldgever en een huursituatie ontstaat met een koopoptie.

Mezzaninefinanciering

Door De Kousemaeker en Van Agt worden verschillende vormen van vastgoedfinanciering beschreven, waaronder de mezzaninefinanciering. Een mezzaninefinanciering is geen goedkope oplossing. Deze financiering wordt door beleggers gebruikt om een aankoop van een belegging te realiseren en/of meer rendement op het eigen vermogen te behalen. In het onderstaande krantenartikel uit de Vastgoedmarkt wordt de mezzaninefinanciering als onmisbaar instrument beschreven om het Europese financieringsgat te dichten. Dit gat is ontstaan omdat bij veel leningen de LTV tot grote hoogte is gestegen en herfinanciering tegen de huidige voorwaarden een probleem wordt. De mezzaninefinanciering kan gebruikt worden om het gat te vullen tussen het eigen vermogen van de lener en de nieuwe lening. Hiernaast kan de mezzanine

een optie zijn bij nieuwe aankopen, mits het rendement op het vastgoed hoog genoeg is (Vastgoedmarkt, januari 2011).

Mezzaninefinanciering 'onmisbaar'

LONDEN - Mezzaninefinanciering blijkt een onmisbaar instrument te zijn om het Europese 'financieringsgat' te dichten, blijkt uit een zojuist uitgekomen rapport van het Europese Debt Advisory team van vastgoedadviseur CB Richard Ellis.

Volgens CB Richard Ellis staat er in Europa momenteel 960 miljard euro uit aan leningen voor commercieel vastgoed. Ongeveer 530 miljard euro daarvan loopt in de komende drie jaar af. Doordat bij veel leningen de zogenoemde loan-to-value-ratio's (LTV) tot grote hoogte zijn gestegen, wordt herfinanciering tegen de huidige voorwaarden een probleem. Een junior financiering, of mezzanine, kan worden gebruikt om het gat te vullen tussen het eigen vermogen van de lener en de nieuwe senior lening die doorgaans maar tot 60-70 procent van de onderliggende waarde dekt. Een mezzanine is vooral toe te passen als alternatief om het eigen vermogen in te brengen. Mezzanines vullen de senior lening doorgaans aan met een extra 15 tot 25 procent, dus tot een totaal aan vreemd vermogen van 80-85 procent LTV.

Mezzaninefinanciering is, door de hoge rente, een dure oplossing, maar voor eigenaren die geen eigen vermogen meer kunnen of willen inbrengen, is het vaak volgens CB Richard Ellis het enige alternatief voor liquidatie of een lang en moeizaam herstructureringsproces. Bovendien heeft de toepassing van een mezzanine een positief effect op de cashflow. Doordat de nieuwe senior lening tegen een lagere LTV kan worden afgesloten dan de oude leidt dit tot minder aflossing en een lagere rente, terwijl op de mezzanine zelf meestal geen aflossing wordt gevraagd. Ten slotte bestaat nog de mogelijkheid om een gedeelte van de junior rente op te boeken bij de lening en pas te betalen bij aflossing (Payment In Kind). Niet alleen voor herfinanciering, maar ook bij nieuwe aankopen kan een mezzanine een nuttige optie zijn, mits het rendement op het vastgoed hoog genoeg is om aan de rendementseisen van de geldschieter te voldoen. Volgens Robert-Jan Peters, hoofd Debt Advisory Nederland bij CB Richard Ellis, is dit voor het meeste Nederlandse vastgoed het geval.

Bron: Vastgoedmarkt, januari 2011

3.3 Financiers

In principe kan iedere particulier of rechtspersoon een faciliteit verstrekken om een vastgoedtransactie te financieren. De meest voorkomende instanties zijn hypotheekbanken, spaarbanken, algemene banken, levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. De manier waarop de geldgever zijn middelen verkrijgt en beheert bepaalt mede de uiteindelijk aan te bieden leningsvorm (De Kousemaeker en Van Agt, 2006).

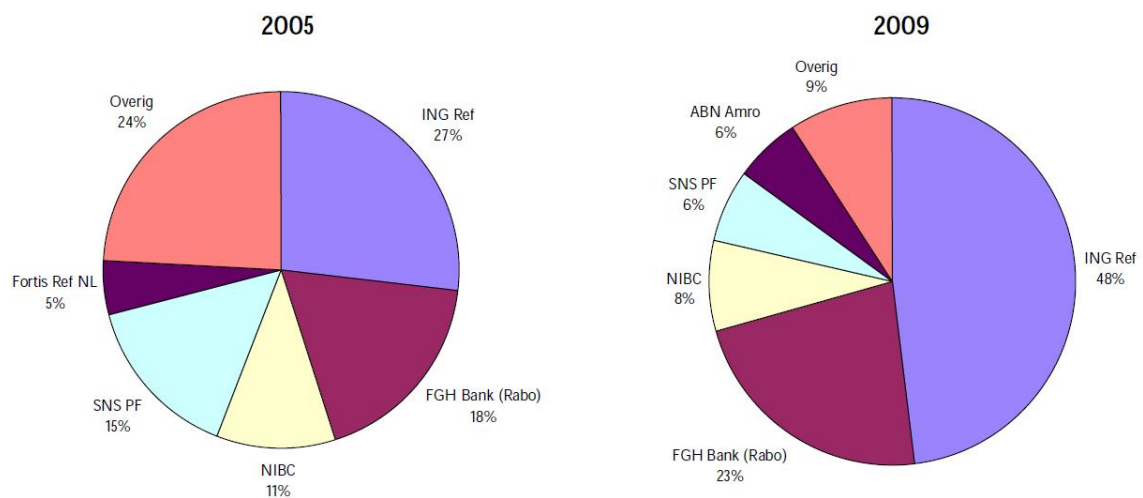
Begin jaren negentig is een aantal Duitse partijen actief geworden op de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt. Zij veroverden in een hoog tempo, geholpen door hun marketingoffensief en prijsbrekerimage, de commerciële vastgoedfinancieringsmarkt. Inmiddels hebben de meeste van hen zich ontdaan van hun status als discounter en leggen zich nu meer toe op full-service dienstverlening met de daarbij behorende aantrekkelijke fees. Door de inmiddels sterk concurrerende markt van vastgoedfinancieringen, wat leidt tot een ongekende prijsdruk, zijn veel Duitse banken in de problemen geraakt. Fusies en afstotingen zijn het gevolg hiervan geweest. Een paar jaar hiervoor hadden al drie Duitse hypotheekbanken de handen ineen geslagen en hieruit is Eurohypo gekomen. En zo stootte de HypoVereinsbank haar Nederlandse poot FGH Bank af aan de Rabobank groep (PropertyNL, 2005). In de afgelopen vijf jaar wordt de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt gedomineerd door de 'Grote

drie' partijen ING Real Estate Finance, FGH Bank en SNS Property Finance. Volgens "Dutch Capital Markets Bulletin 2010" van Jones Lang LaSalle is het gevolg van de veranderende marktomstandigheden en de structureel hogere prijs van risico dat banken en beleggers terug gaan naar hun kernactiviteiten. De Rabobank waarschuwt voor een afname van kredietverlening en een lagere economische groei door de stapeling van strengere kapitaal- en liquiditeiteisen van Basel III (Rabobank, 2010). Banken herstructureren hun kredietportefeuilles, waardoor er minder kapitaal beschikbaar is. Daarnaast hanteren zij strengere voorwaarden, kortere aflossingstermijnen en een lagere bevoorschotting. Ook zullen ze hun positie op het gebied van vastgoed moeten verkleinen. Zij richten zich meer op 'core'-beleggingsproducten, namelijk hoogwaardig vastgoed op een goede locatie met een solvabele huurder en een langjarig huurcontract. Met een sterke focus op de thuismarkt en ze doen complexe financiële instrumenten in de ban (JLL, 2010).

In de eerste helft van 2011 heeft onderzoeksbureau SEO Economisch Onderzoek (SEO) in opdracht van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) een sectorstudie uitgevoerd naar concurrentie op het gebied van vastgoedfinanciering. Aanleiding voor de studie naar de vastgoedfinanciering sector was onder meer dat er momenteel slechts door een beperkt aantal partijen vastgoedfinancieringen worden aangeboden. Uit deze studie blijkt dat de concentratie aanbieders hoog is en dat deze afgelopen jaren sterk is toegenomen. De vier grootste aanbieders van vastgoedfinanciering in 2009 zijn ING Real Estate Finance, FGH Bank, SNS Property Finance en NIBC. Zij hadden een gezamenlijk marktaandeel van 85% (op basis van bedrag aan nieuwe leningen), zoals blijkt uit figuur 3.3. Doordat de marktaandelen uit 2005 zijn weergegeven, is de groei van ING Real Estate Finance en FGH Bank duidelijk zichtbaar, ten koste van SNS Property Finance en NIBC. In maart 2011 stoot SNS Bank stoot een groot deel van de portefeuille van SNS Property Finance (SNSPF) af. Het gaat om financieringen, participaties en de projecten die bij SNSPF op de balans zijn gekomen na betalingsproblemen van debiteuren. Vanuit andere banken is er weinig animo om de vastgoed leningen van SNSPF over te nemen (Vastgoedmarkt, maart 2011). Jan van Haarlem CSO SNSPF geeft al eerder in een interview in de Vastgoedmarkt (januari 2011) aan dat SNSPF de komende twee jaar slechts zeer beperkt nieuwe financieringen zal verstrekken. Dat heeft te maken met de nadrukkelijke doelstelling van het moederbedrijf om de vrijgevallen middelen van SNSPF als een van de bouwstenen aan te wenden voor de terugbetaling van de steun van de Nederlandse staat (Vastgoedmarkt, januari 2011).

Uit het onderzoek blijkt ook dat het gezamenlijke marktaandeel van kleinere spelers in deze markt niet groeit en er bijna geen sprake is van toetreding van nieuwe spelers. Syndicaatsleningen, waarbij een groep van banken gezamenlijk een krediet verstrekt wordt door onderzoeksbureau SEO als risicovol aangemerkt en kunnen tot mededingingsrisico's leiden. Hierdoor ontstaat het risico dat binnen een syndicaat veel overleg tussen concurrenten plaats vindt (NMa, 2011).

Figuur 3.3 Marktaandelen vastgoedfinanciering (op basis van totaalbedrag aan nieuwe leningen in 2005 en 2009)

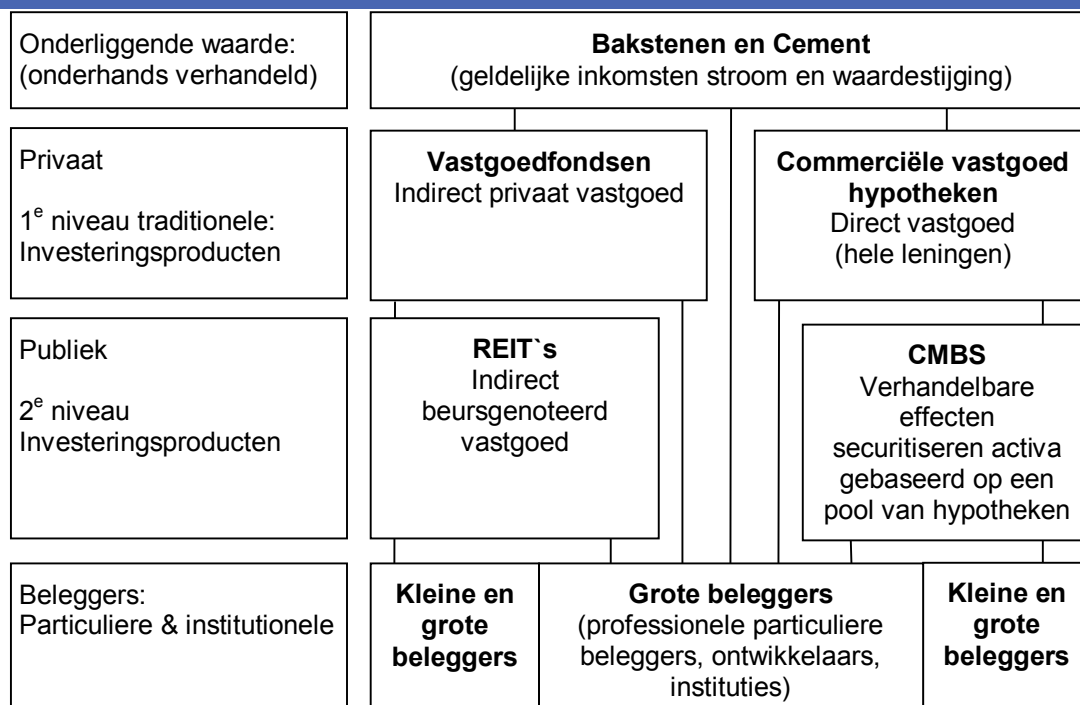


Bron: SEO Economisch Onderzoek, Nederlandse Mededingingsautoriteit, 2011

3.4 Investeringsstelsel

Geltner, Miller en Clayton (2007) beschrijven het investeringsstelsel voor een vastgoedportefeuille (figuur 3.4). Zoals elk type onderliggende fysieke activa, produceert deze vastgoedportefeuille een stroom van geldelijke opbrengsten.

Figuur 3.4 Voorbeeld: Investeringsstelsel voor vastgoed



Bron: Geltner e.a. (p.130), 2007

Direct investeren in vastgoed

Beleggers kunnen direct op de vastgoedmarkt investeren, dit wordt weergegeven in figuur 3.4 door de lijn die de bakstenen en het cement aan de top direct verbindt met de grote beleggers aan de onderkant. De belegger is de juridische eigenaar van deze objecten. Het direct investeren in vastgoed is (vaak) alleen mogelijk voor grote professionele beleggers, omdat het onderliggende vastgoed miljoenen euro's waard is. Om een goed gespreide portefeuille op te bouwen in vastgoed is volgens Troostwijk zelfs minimaal 500 miljoen nodig (Van Gool e.a., 2007).

Het juridische eigendom hebben van vastgoed is het belangrijkste verschil tussen het investeringsstelsel voor vastgoed en bedrijfsfinanciering. Zoals aandelen en obligaties de ruggengraat van bedrijfsfinanciering vormen, bestaat de eerste laag van traditionele vastgoedfinancieringsproducten al voor een lange tijd uit commerciële vastgoed hypotheek. Middels hypotheek kunnen zowel kleine als grote beleggers op de vastgoedmarkt investeren. Dit wordt weergegeven in figuur 3.4 door de lijn die de box commerciële vastgoed hypotheek verbindt met kleine en grote beleggers.

Vastgoedfondsen

Voor (passieve) kleine en grote beleggers is het mogelijk om te investeren in indirect privaat vastgoed, dus niet-beursgenoteerd, middels vastgoedfondsen. Dit zijn ondernemingen die zelf beleggen in direct vastgoed en/of indirect vastgoed. De hiervoor benodigde gelden verkrijgen zij door de uitgifte van aandelen c.q. participaties, dan wel door het aantrekken van vreemd vermogen (Van Gool e.a., 2007). In 1970 was de voornaamste reden om op de markt te komen met vastgoedfondsen de noodzakelijke personeelskosten voor beheer te verminderen. De eerste drie Nederlandse fondsen waren Bogamij, Rodamco en Wereldhave (Breevast, 1984). Sinds 1996 is het aantal fondsen fors toegenomen in Nederland, ultimo 2005 waren er 428 fondsen. De voornaamste oorzaak van de sterke groei van het aantal fondsen is de toegenomen belangstelling voor vastgoed als beleggingscategorie en de gewenste grotere internationale spreiding van de vastgoedportefeuilles (Van Gool e.a., 2007).

Commercial Mortgage-Backed Securities

De afgelopen jaren zijn er tal van nieuwe vastgoed financieringsproducten en systemen ontwikkeld. De meest opmerkelijke ontwikkeling in 1990 voor de financiële markt was de "securitization revolution" in de Verenigde Staten. Dit zorgde voor een enorme ontwikkeling in publiek verhandelbare financiële producten, deze zijn te zien in figuur 3.4 het tweede niveau investeringsproducten Real Estate Investment Trusts (REIT) en Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Deze ontwikkeling zorgde ervoor dat de relatie tussen de kapitaal- en vastgoedfinancieringsmarkt hechter werd (Geltner e.a. 2007). Securitatie is het proces waarin illiquide activa (zoals hypothecaire leningen en bedrijfskredieten) wordt verzameld, risicoteknisch off-balance geplaatst en getransformeerd in een meer liquide vorm van in verhandelbare effecten (securities). Een groot aantal hypothecaire leningen worden samengevoegd en ondergebracht in een speciale entiteit. Deze speciale entiteit (de zogeheten special purpose vehicle of SPV) geeft verhandelbare effecten uit die door de ingebrachte leningen zijn gesecuritiseerd. Doorgaans worden de samen te voegen leningen

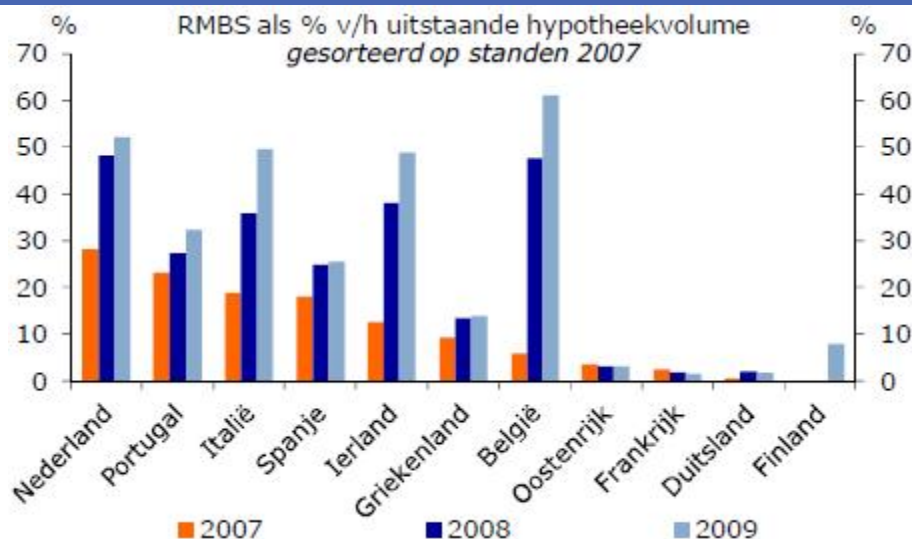
geselecteerd op de soort en kwaliteit van het verbonden vastgoed, het type financiering, de hoogte van de verstrekking en de dekking van de leninglast (De Kousemaeker en Van Agt, 2006). Vervolgens worden de samengevoegde leningen opgesplitst in segmenten en van een rating van een ratinginstituut voorzien. Het belangrijkste motief voor securitisatie is het verminderen van de druk op de balans van de overdragende instelling (met name voor banken) en het behalen van solvabiliteitsvoordelen (DNB, 2003). Banken zijn gebonden aan wettelijke kapitaaleisen die vastgelegd zijn in de (nieuwe) Basel akkoorden (Groeneveld, 2008). Daarnaast wordt door securitisatie kapitaal vrij gespeeld dat kan worden ingezet voor andere activiteiten of verdere groei van de banken (Groeneveld, 2008). In 2006 zei het Internationaal Monetair Fonds (IMF) over het spreiden van het kredietrisico het volgende:

“There is growing recognition that the dispersion of credit risk by banks to a broader and more diverse group of investors, rather than warehousing such risk on their balance sheets, has helped to make the banking and overall financial system more resilient. Transferring credit risk from banks via the capital markets helps to make the banking system, including smaller banks, less vulnerable to credit shocks (IMF, 2006).”

In 1604 vond de eerste securitisatie transactie plaats in Amsterdam bij de oprichting van de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). Deze handelsorganisatie had bij de oprichting een sterke behoefte aan startkapitaal en besloot in plaats van een reguliere lening over te gaan tot de uitgifte van zogenoemde actiën (later bekend als aandelen). Voor het eerst was er de mogelijkheid om in te tekenen op vrij verhandelbare aandelen. De kopers van deze actiën konden na aankoop meegenieten van de opbrengsten van toekomstige winsten uit internationale handel (Van Gool e.a., 2007). Binnen de financiering van vastgoed waren het Fortis met FI Mortgage Securities (FIMS) in 1996 en ABN AMRO met Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) in 1997 die als eerste zo'n vehikel in elkaar zetten. Eind 2004 komen meerdere CMBS-transacties in beeld, zoals ABN AMRO en NIBC Capitals transactie met KFN en in het voorjaar van 2005 Eurohypo's Opera Finance met Uni-Invest (Graas, 2005). Volgens de Rabobank in zijn Themabericht van 2011/02 is de financiering van Nederlandse hypotheekleningen in internationaal opzicht sterk afhankelijk van de securitisatiemarkt (gebaseerd op cijfers van ECB). De Nederlandse spaarmarkt is krap, omdat veel spaargeld via pensioen- en verzekeringsfondsen in financiële instrumenten wordt belegd en niet in de vorm van spaartegoeden op de bankbalansen beschikbaar is. In 2007 werd ruim een kwart van alle uitstaande Nederlandse hypotheekleningen gefinancierd via securitisaties, zie figuur 3.5. Dat was veel meer dan elders in Europa. De daarop volgende jaren laten zelfs een verdubbeling zien van alle uitstaande Nederlandse hypotheekleningen die gefinancierd zijn via securitisaties (Rabobank, 2011). Tot 2008 leverden gesecuritiseerde hypotheekleningen voor commercieel vastgoed een groeiende bijdrage aan het totale financieringsaanbod voor commerciële vastgoedpartijen en is daarmee de afgelopen tien jaar zeer belangrijk geworden als financieringsmethode. De CMBS-markt is ingestort sinds er problemen ontstonden in 2007 met Amerikaanse subprime hypotheekleningen. In het eerste kwartaal van 2008 werd er slechts voor 0,7 miljard euro aan nieuwe CMBS uitgegeven in Europa, terwijl dit in het eerste half jaar van 2007 nog 36,9 miljard euro was (Groeneveld, 2008). Door de verslechterde

marktomstandigheden daalde echter het aantal uitgiftes van deze financieringsvorm tot slechts een handvol transacties in 2009 in heel Europa (Schoor, 2010).

Figuur 3.5 Nederland leunt op securitisatie



Bron: European Securitisation Forum (ESF), ECB

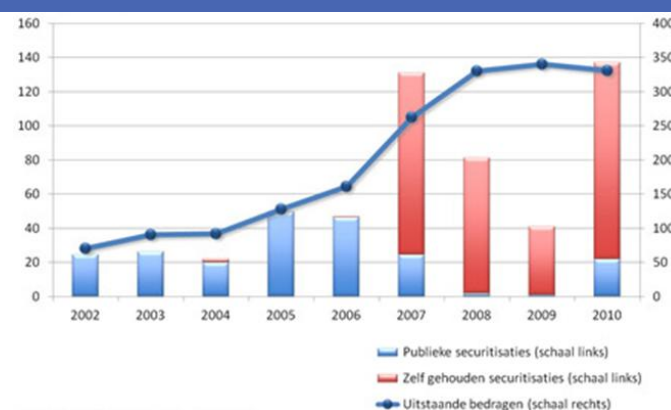
Na een sterke daling in 2008 en 2009 van de Nederlandse securitisatiemarkt als financieringsbron, ontstond in 2010 weer belangstelling van beleggers in Nederlandse gesecuritiseerde leningen. Zij kochten voor 22 miljard euro aan securitisaties van in Nederland gevestigde financiële instellingen (figuur 5.5a). Dit betroffen allemaal gesecuritiseerde, Nederlandse woninghypotheken. De Nederlandse hypotheekmarkt wordt namelijk als redelijk robuust beschouwd vanwege de geringe betalingsachterstanden, de gematigde huizenprijzdaling in vergelijking met enkele andere landen en de uitbreiding (zij het tijdelijk) van de Nationale Hypotheek Garantie. De eerste CMBS-transactie in 2010 in Europa en ook de eerste Nederlandse CMBS-uitgifte sinds de financiële crisis in 2007 was door het woningbeleggingsfonds Vesteda. De uitgifte betrof een CMBS van 350 miljoen euro uitgegeven onder het Vesteda Residential Funding 2 BV programma (Vesteda, 2010).

Sindsdien werd weliswaar gesecuritiseerd, maar zeker in Europa gebeurde dit vooral voor liquiditeitsdoeleinden. Daarbij houden de banken de securitisaties zelf in portefeuille om indien nodig te gebruiken als onderpand voor het verkrijgen van liquiditeit bij centrale banken. In 2010 is er 115 miljard euro gesecuritiseerd in Nederland voor liquiditeitsdoeleinden (figuur 6.5a). Ondanks de nieuwe securitisaties daalde in 2010 het uitstaande securitatievolume in Nederland met negen miljard euro. Dit kwam omdat een groter bedrag aan bestaande securitatieprogramma's afliep (DNB, 2011).

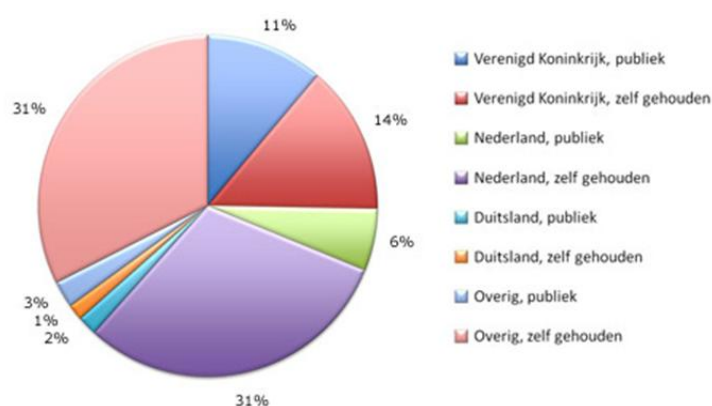
In Europa vormde Nederland in 2010 met een aandeel van zevenendertig procent de belangrijkste securitatie Markt in Europa (figuur 3.6b). Dit was voor een aanzienlijk deel het gevolg van de omvangrijke herstructureringen (exclusief deze herstructurering

bedroeg dit aandeel 20%). In totaal werd in Europa voor 376 miljard euro gesecuritiseerd, waarvan 81 miljard euro bij beleggers werd geplaatst. Daarmee zijn deze publieke securitisaties nog niet op het niveau van vóór de kredietcrisis, in 2006 bedroegen zij ruim het zesvoudige (DNB, 2011). Om aan de nieuwe liquiditeitseisen van Basel III te voldoen verwacht de Rabobank dat de omvang van de securitisatiemarkt zou kunnen toenemen (Rabobank, 2010

Figuur 3.6a Securitizaties in Nederland (EUR mrd)



b Securitizaties in Europa naar land en naar publiek dan wel zelf gehouden in 2010



Bron: DNB, JP Morgan, 2011

Real Estate Investment Trusts

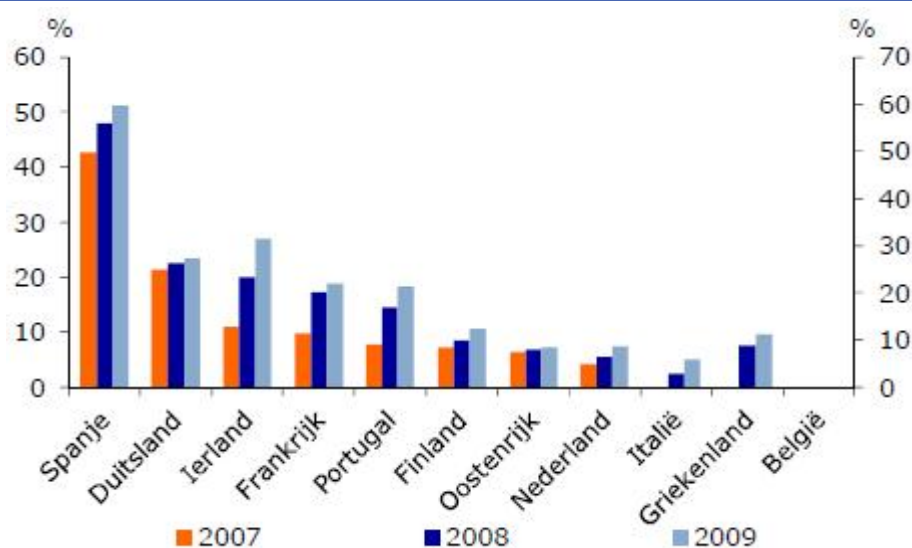
REIT's zijn fondsen die op beurzen wereldwijd verhandeld worden en direct in vastgoed of vastgoedgerelateerde producten investeren, door eigendommen of hypotheeklen te kopen. REIT's zijn in 1960 door het Congres van de Verenigde Staten van Amerika (VS) gecreëerd om beleggers de mogelijkheid te geven om in vastgoed te investeren zonder de voordelen van het beleggen in aandelen op de beurs mis te lopen (Riaskoff, 2007). En om de liquiditeit van commercieel vastgoed te vergroten en de kleinere, individuele belegger in staat te stellen om in vastgoed te beleggen. REIT's investeren onder andere in winkelcentra, kantoren, appartementen, warenhuizen en hotels (Erickson e.a., 2003). Om het beleggen in REIT's aantrekkelijker te maken,

besloot het Congres van de VS om vrijstellingen te geven op de vennootschapsbelasting over inkomsten van REIT's, indien zij aan een aantal door het belastingregime gestelde voorwaarden voldoen. Eén van de voorwaarden stelt dat REIT's een groot deel van de inkomsten als dividend aan de aandeelhouders moeten uitbetalen (Chang en Nichols, 1992). In Nederland volgde men in 1970 met de Fiscale beleggingsinstelling, welke gelijkenis vertoont met de US REIT. Vrijwel alle beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen maken van deze faciliteit gebruik.

Pandbrieven (covered bonds)

In Nederland is de financiering van Nederlandse hypotheeklen sterk afhankelijk van de securitisatiemarkt die te maken had met een sterke daling in 2008 en 2009. Financieringsbronnen die banken in het buitenland gebruiken, zoals bijvoorbeeld pandbrieven, ook wel covered bonds (gedekte obligaties) genoemd, hadden veel minder last van de crisis (Vastgoedmarkt, januari 2011). De vraag naar veilige beleggingsproducten in de markt heeft voor 'nieuwe' belangstelling in dit product gezorgd. Zoals te zien is in figuur 3.7 maken Spanje, Duitsland, Ierland en Frankrijk tweemaal zoveel gebruik van covered bonds dan in Nederland.

Figuur 3.7 Covered bonds als % v/h uitstaande hypotheekvolume



Bron: European Securitisation Forum (ESF), ECB

Covered bonds zijn door banken op de kapitaalmarkt uitgegeven obligaties die zijn verzekerd (covered) door hypothecaire schuldvorderingen van die banken op hun cliënten. In veel landen zijn covered bonds gebruikelijke financieringsinstrumenten. Het bekendste voorbeeld betreft de Duitse Pfandbriefe. De techniek van covered bonds lijkt op die van securities. Ook bij securities worden obligaties op de kapitaalmarkt uitgegeven die zijn verzekerd door hypothecaire schuldvorderingen. De belangrijkste verschillen zijn dat covered bonds worden uitgegeven door de banken zelf en dat de hypothecaire schuldvorderingen op de balans van de banken blijven staan. Bij securities is de inzet dat de vorderingen van de balans van rechthebbende verdwijnen.

De aantrekkelijkheid van zowel de uitgifte van covered bonds als securities zit erin dat de verschuldigde rente lager is dan de rente die is verschuldigd op door de betreffende instellingen uitgegeven reguliere obligaties (Botter, 2008). Pandbrieven zijn tot dus ver voor de Nederlandse hypotheekmarkt relatief onbelangrijk. Dat is volgens de onderzoekers van Rabobank deels terug te voeren op de openheid van de Nederlandse hypotheekmarkt en het grote aantal niet-bancaire verstrekkers, dat wel securities, maar geen gedekte obligaties kan uitgeven (Vastgoedmarkt, januari 2011).

In mei 2009 nam de ECB een stimuleringsmaatregel om voor 60 miljard euro aan pandbrieven op te kopen. De actie heeft geholpen en sindsdien hebben een aantal van deze transacties in Nederland plaatsgevonden. NIBC Bank heeft in maart 2011 een covered bond transactie in de institutionele markt gedaan met een omvang van € 500 mln. Het onderpand bestaat uit Nederlandse en Duitse woninghypotheken (Property.nl, 2011).

3.5 Ethiek

Bewust ethisch handelen in de financiële sector is een veel besproken onderwerp. Na ruime belangstelling voor milieu en economie is er in de financieringsmarkt, al voor de huidige financiële crisis aandacht voor de morele kwaliteit van menselijke gedragingen in het bedrijfseconomisch handelen. In 1998 kwam Soppe met een artikel over ethiek op financiële markten. De financiële markten vervullen een intermediaire rol in het economisch proces. Ze bemiddelen tussen de beleggers en investeerders. Hiervoor worden steeds nieuwe instrumenten ontwikkeld, zoals het securitiseren van hypotheekleningen in de jaren 90. In de loop der jaren heeft de financiële handel steeds meer het karakter van tussenhandel gekregen in plaats van dat het ten dienste staat van het reële allocatieproces. De deelnemers verlenen geen diensten aantoonbaar aan het reële economische proces, hierdoor dreigt vervreemding te ontstaan tussen partijen in de reële en financiële sfeer (Soppe, 1998). Dit is gebleken door de huidige financiële crisis, waarbij de producten zo ingewikkeld zijn geworden dat partijen de risico's niet meer goed konden inschatten.

Zowel in Nederland als in andere landen zijn er diverse ontwikkelingen te bespeuren om de moraliteit en ethische motieven te integreren in het financiële systeem. De Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) heeft in juni 2011 een publieke managementletter over commercieel vastgoed uitgebracht: *“Zeg waar het op staat.”* Waarvan één van de speerpunten is meer aandacht voor goed bestuur, interne beheersing en fraudepreventie. Aanbevelingen die ze op dit gebied doen zijn:

- Pas functiescheiding toe en hanteer het vier-ogen-principe bij het autoriseren van transacties.
 - Zorg voor een fraudepreventiebeleid met elementen zoals een gedragscode.
 - Veranker fraudepreventie op alle niveau's: zorg voor onafhankelijk en deskundig toezicht.
 - Zorg voor kennis, kwaliteit en bewust zijn in alle geledingen van de organisatie en vooral bij de functionarissen belast met compliance en toezicht.
- (NBA, 2011)

Stichting Dutch Securities Institute

Stichting Dutch Securities Institute (DSI), het integriteitsinstituut van de financiële dienstverlening, is in 1999 (voor de crisis) ontstaan op initiatief van en wordt breed gesteund door NYSE Euronext Amsterdam en brancheorganisaties uit de financiële sector in Nederland. Tussen de AFM en DSI is in 2006 een convenant gesloten waarin het zelftoezicht van de DSI ter verlichting van de toezichttaken van de AFM is geregeld (AFM, 2006). DSI heeft als doel het vertrouwen in de financiële markten te versterken door het verstrekken van een persoonsregistratie aan deskundigen binnen de financiële dienstverlening. Deze deskundigen moeten aan bepaalde eisen voldoen op het gebied van deskundigheid, integriteit en werkervaring. In juli 2011 heeft DSI 265 beleggingsprofessionals verwijderd uit haar openbare registers. Zij zijn niet tijdig geslaagd voor het examen waarmee hun (actuele) vakkennis wordt getoetst (DSI, 2011). In het magazine Vastgoedmarkt (mei 2011) maakt minister van Financiën Jan Kees de Jager bekend dat het verplicht moet worden dat adviseurs in de toekomst hun deskundigheid met een diploma moeten aantonen. Dit is op dit moment nog niet verplicht (Vastgoedmarkt, 2011).

Stichting Transparantie Vastgoedfondsen

De Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) toetst sinds 2007 de prospectussen van de aangesloten aanbieders, dit deel valt nog niet onder het toezicht van het AFM. De STV wil de professionaliteit, de transparantie en het vertrouwen in de markt van beleggingen in deze fondsen vergroten. Zij ontwikkelt en onderhoudt een gedragscode en standaarden voor informatieverstrekking over een beleggingspropositie. Fondsaanbieders zijn niet verplicht om lid te worden van de STV of een andere branchevereniging. AFM-directeur Michiel Denkers spreekt in de Vastgoedmarkt van februari 2011 vol lof over de STV: "hij vindt het een uitstekend initiatief". Toch ontbreekt het in de markt volgens Denkers, voor niet-genoteerde vastgoedfondsen, aan een sterke, brede branchevereniging met een goede gedragscode die verdere professionalisering kan vormgeven. Ondanks het goede werk van STV, valt er nog veel te verbeteren aan de zelfregulering en de professionalisering van de markt. De Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF) heeft een vergevorderd plan voor de oprichting van een ratingbureau dat een kwalitatief oordeel zal geven over nieuwe fondsen (Vastgoedmarkt, februari 2011).

Islamitisch bankieren

"Na de crash van ons Westerse financiële stelsel wordt het wellicht eens tijd om, om ons heen te kijken naar andere vormen van bankieren (VPRO, 2011)."

Het Islamitisch bankieren is een voorbeeld van ethisch bankieren. Deze manier van bankieren is zeker niet nieuw maar komt afgelopen jaren meerdere malen in de actualiteit. Er is meer interesse ontstaan van de Westerse wereld voor het Islamitisch bankieren (Islamic Banking). Nuzakelijk.nl (2009) schrijft over de toename van het Islamitisch bankieren. De DNB komt in 2007 met een rapport over Islamitisch bankieren en toezicht, waarin zij stellen dat Islamitisch bankieren wereldwijd een groeiemarkt is. Oud minister Bos van Financiën schrijft in antwoord op Kamervragen (2007), dat Nederland de spil moet worden van Islamitisch bankieren. Islamitisch

bankieren is in lijn met geschreven en ongeschreven wetten en normen, waarden en principes van de Sharia, de Islamitische plichtenleer. Het is een vorm van ethisch of maatschappelijk verantwoord financieren. De islam verbiedt aanbieders van financiële diensten het berekenen van rente (Riba in het Arabisch), want dat is in de Koran verboden. Terwijl dat juist de hoeksteen is van alle financiële transacties in de Westerse wereld. Islamitische banken lenen geen geld uit aan ondernemingen, maar investeren als durfkapitalist die meedeelt in de verliezen en winsten. Verder mag geen geld belegd worden in bedrijfstakken die zich bezighouden met de activiteiten als gokken, productie van alcoholische dranken, porno-, tabaks- of de wapenindustrie. Het handelen in financiële producten zoals derivaten en subprime hypotheek wordt gezien als gokken (speculeren) en is verboden. In het programma van de VPRO Tegenlicht (2011) wordt gesteld dat het enige doel van de Westerse financiële wereld winstmaximalisatie is. De Islamitische wereld streeft ook naar winstmaximalisatie maar verbindt dit met sociale en ethische verantwoordelijkheid. Daarnaast wil het Islamitisch bankieren juist bevorderen dat elke financiële transactie met reële economische activiteiten verbonden moet zijn, de grondslag moet een reële waarde zijn. Van oorsprong Islamitische, maar ook Westerse banken bieden Sharia compliant financieringsproducten aan op de Europese en de Nederlandse markt, aan de andere kant besluiten Islamitische banken en bedrijven om te investeren in Europa, onder andere in vastgoed. Conventionele commerciële banken, zoals HSBC, Deutsche Bank en Barclays hebben islamitische financiële afdelingen (VPRO, 2011; Kok, 2009; NRC, 2007). Benadrukt moet worden dat het bij het Islamitisch bankieren gaat om een nichemarkt van de totale financieringsmarkt. Het is een voorbeeld waarbij sociale en ethische verantwoordelijk wordt verbonden met winstmaximalisatie. Andere voorbeelden reeds genoemd in deze scriptie zijn de opkomst van gedragscodes en brancheorganisaties zoals de STV, DSI en Code Banken.

4. Wet- en regelgeving

“Eén van de belangrijkste lessen, van de kredietcrisis, is dat toezicht op het financiële systeem als geheel moet worden versterkt (DNB, 2010).”

“In het nieuwe tijdperk is er sprake van toegenomen regulering voor financiële instellingen en meer macht van toezichthouders (JLL, 2010).”

De crisis heeft aangetoond dat de buffers in het financiële stelsel groter moeten zijn dan zij in het verleden waren. Mede dankzij het economische herstel hebben de Nederlandse financiële instellingen hun buffers het afgelopen halfjaar kunnen versterken. Om het financiële systeem weerbaarder te maken, blijft het echter nodig dat financiële instellingen structurele aanpassingen doorvoeren, waaronder verdere versterking van kapitaalbuffers (DNB, 2011). Dit wordt verwezenlijkt door de nieuwe aangepaste richtlijnen zoals Basel III in te voeren. Deze zijn erop gericht dat banken en andere instanties weerbaarder worden tegen crisissen.

Het doel van deze scriptie is de fundamenten van commerciële vastgoedfinanciering in beeld te brengen. Zonder in te gaan op de wet- en regelgeving is dit onmogelijk. Het is daarbij niet de bedoeling om uitpuutend in te gaan op technische details van de richtlijnen. Daarnaast worden de voornaamste organisaties beschreven die invloed hebben op de commerciële financieringsmarkt. De Nederlandse economie en financiële sector zijn sterk verweven met het buitenland. De financiële sector is internationaal actief, waarbij het merendeel van de buitenlandse uitzettingen van Nederlandse financiële instellingen uitstaat in andere Europese landen. Toezicht en regelgeving is in Europa en wereldwijd het afgelopen decennium geconvergeerd. Op nationaal en internationaal niveau wordt nieuw beleid ontwikkeld (DNB, 2011). In de onderstaande paragrafen worden belangrijkste ontwikkelingen beschreven.

4.1 Internationaal

Bank for International Settlements

De Bank for International Settlements (BIS) opgericht in 1930, is werelds oudste internationale financiële organisatie. BIS streeft internationale monetaire en financiële samenwerking na en treedt op als bank voor de nationale centrale banken. Doel van de BIS is het voorkomen van liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen in het bankwezen. Het hoofdkantoor van de bank is gevestigd in Basel (Zwitserland) en heeft een agentschap in Hong Kong en Mexico City (BIS, 2011).

Basel I

Ondanks de door de BIS uitgevaardigde regelgeving, zijn veel banken in de problemen gekomen gedurende een bankencrisis in de jaren zeventig. Wat begon als een relatief klein bankenfaillissement bleek internationaal materiële gevolgen te hebben, toen de sluiting van de Duitse bank Herstatt leidde tot problemen bij betalingen in New York. Deze Duitse bank had geld proberen te verdienen met valutaspeculatie, wat echter

verkeerd uitpakte. Wat de zaak verergerde was dat de bank de verliezen die ze met haar valutaspeculatie leed frauduleus probeerde te verbergen. Toen dit aan het licht kwam grepen de Duitse toezichthouders in en sloten de bank. Tegenpartijen in de hele wereld raakten hierdoor in de problemen, en de interbancaire kredietmarkt dreigde zelfs op slot te gaan. De problemen uit die tijd maakten duidelijk aan de internationale toezichthouders dat ze beter moesten gaan samenwerken (Blom, 2010; DNB, 2011).

Internationale bankcrises fungeren steevast als vliegwielen voor verdere ontwikkeling (DNB, 2011). In 1974 het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) vanuit de BIS opgericht. Het BCBS richt zich op het toezicht houden op het bankwezen. De uitgevaardigde richtlijnen door het comité hebben de status van aanbevelingen. De aanbevelingen worden echter door de centrale banken als standaarden opgevat. In het eerste "Basel Capital Accord" van 1988 (tegenwoordig bekend als Basel I) is een wereldwijde standaard voor minimale solvabiliteitseisen voor kredietrisico van geldgevers vastgesteld (De Kousemaeker en Van Agt, 2006). Dit akkoord heeft als doel dat er solvabele gezonde banken ontstaan die de financiële stabiliteit bevorderen. Door eisen te stellen aan het kapitaal dat banken in eigen bezit moeten hebben bij het aangaan van een lening. De hoofdregel van Basel I is dat voor iedere honderd euro uitgeleend geld minimaal acht euro aan eigen vermogen moet worden aangehouden (Taytas, 2008).

Basel II

Vervolgens is er per 1 januari 2007 een nieuw kapitaalakkoord (Basel II) in werking getreden (in 2004 was al een principe akkoord bereikt). Basel I voldeed niet meer aan de dynamische omgeving, de eisen waren strikt statisch en deze vormden geen goede afspiegeling van de werkelijke risico's. Zo werd er geen rekening gehouden met de verschillende risico's (o.a. rente risico, marktrisico en operationele risico) die een bank loopt. Basel II vervangt de verouderde Basel I richtlijnen. Basel II berust op drie pijlers: minimum kapitaaleisen, weging door de toezichthouder en marktdiscipline. Deze wil het kapitaal dat banken opzij moeten zetten voor kredieten beter laten aansluiten op de werkelijke kredietrisico's (eerste pijler). Dit door meer nadruk te leggen op de methoden, statistieken en differentiatie aan te brengen in de modellen voor de berekening van de risico's (tweede pijler), als doel de financiële stabiliteit te verbeteren. Door bij toezichthouders marktdiscipline te bevorderen middels meer transparantie van banken te eisen (derde pijler) (Taytas, 2008).

Basel III

Onder Basel III moeten banken een extra kapitaalbuffer opbouwen in tijden van overmatige kredietgroei, waarop zij kunnen interen tijdens een crisis. Deze zogeheten contracyclische kapitaalbuffer wordt vanaf 2016 geleidelijk ingefaseerd en is vanaf 2019 volledig operationeel. Banken moeten hogere kapitaalbuffers aanhouden en zullen minder in staat zijn om (vastgoed)financieringen te verstrekken (Vrensen, 2011). Waar Basel II een verhouding van minimaal 2% voorschreef, moeten banken onder Basel III hun kernkapitaal in 2019 op minimaal 7% van de risicogewogen bezittingen brengen (CPB, 2010). Daarbij worden ook de minimumeisen op het terrein van solvabiliteit, leverage en liquiditeit aangescherpt. Dit jaar (2011) start een periodieke

monitoring van de kapitaalbuffer en leverage ratio. Tevens worden twee nieuwe kwantitatieve standaards (figuur 4.1) geïntroduceerd: ratio's liquidity coverage ratio (LCR) - gericht op de liquiditeit op korte termijn en net stable funding ratio (NSFR) - gericht op de liquiditeit op lagere termijn (DNB, 2011). Volgens Vrensen staat op dit moment de meerderheid van de beleggers neutraal tegenover de nieuwe regels, ze zijn voornamelijk bezorgd. Dit komt volgens hem doordat de meeste partijen nog onderzoeken wat de consequenties zijn voor henzelf en hun klanten (Vrensen, 2011).

Figuur 4.1 LCR, NSFR

$$\text{LCR} = \frac{\text{Voorraad liquide activa van hoge kwaliteit}}{\text{Netto uitgaande kasstromen in dertig dagen}} \geq 100\%$$

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Beschikbare hoeveelheid stabiele financiering}}{\text{Vereiste hoeveelheid stabiele financiering}} > 100\%$$

Bron: DNB, 2011

Europese Centrale Bank

Sinds 1 januari 1999 is de Europese Centrale Bank (ECB) verantwoordelijk voor het uitvoeren van het monetair beleid voor het eurogebied. De ECB is de centrale bank voor de Europese gemeenschappelijke munt, de euro. Het hoofddoel van de ECB is het handhaven van de koopkracht van de euro en daarmee prijsstabiliteit in het eurogebied. Daarnaast bestaat sinds 1 juni 1998 het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Onderscheid tussen de ECB en ESCB moet worden gemaakt zolang er nog lidstaten van de EU zijn die de euro niet hebben aangenomen. Zeventien landen maken deel uit van het eurosysteem en in totaal zevenentwintig van het ESCB. Het hoofddoel van het ESCB is het handhaven van prijsstabiliteit (ECB, 2011).

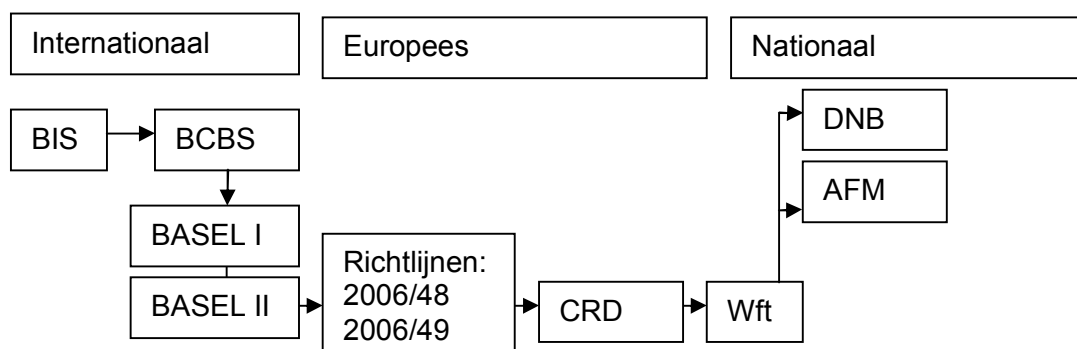
Capital Requirements Directive

De implementering van de Basel richtlijnen verschilt van land tot land. Het internationale toezichtkader Basel II is in Europa via de CRD-richtlijn geïmplementeerd. De Capital Requirements Directive (CRD) is de Europese richtlijn die vaststelt hoe lidstaten het toezicht op banken en beleggingsondernemingen moeten vormgeven. Vrijwel alle lidstaten van de Europese Unie (EU) hebben deze richtlijn inmiddels in hun nationale wetgeving geïntegreerd. Feitelijk bestaat de CRD uit een set van richtlijnen die doorgaans in geheel als de CRD wordt aangeduid. De twee belangrijkste CRD richtlijnen zijn: de herziene richtlijn banken (EU-richtlijnen 2006/48) en de herziene richtlijn kapitaal toereikendheid (EU-richtlijnen 2006/49). In de CRD is bovendien vastgelegd dat samenwerking tussen toezichthouders verplicht is. De CRD is in de Nederlandse wetgeving verankerd in de Wet op het Financieel Toezicht (DNB, 2007).

Capital Requirements Directive II

De eerste set wijzigingen op de CRD is per 31 december 2010 in werking getreden en behelst een breed scala aan met name technische wijzigingen, zoals een retentie eis voor securitisaties. Een groot deel van de CRD II wijzigingen betreft zaken die in Nederland geïmplementeerd zijn in toezichthouderregelingen van DNB (DNB, 2010).

Figuur 4.2 Implementatie internationale richtlijnen (banken)



Europese toezichtautoriteiten

In reactie op de crisis zijn nieuwe Europese toezichtautoriteiten opgericht, de European Supervisory Authorities (ESA's). Deze autoriteiten hebben een coördinerende rol in het toezicht op Europese financiële instellingen en zien toe op de implementatie van Europese toezichtregels. Daarnaast is op 1 januari 2011 de European Systemic Risk Board (ESRB) van start gegaan, die zich richt op het bevorderen van samenhangend macroprudentieel beleid in Europa. Macroprudentieel toezicht richt zich op de soliditeit van het financiële stelsel als geheel. En houdt daarbij nadrukkelijk rekening met de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, financiële markten, infrastructuur en de reële economie (DNB, 2011).

In Nederland is door de DNB al in 2010 een raamwerk opgezet voor macroprudentieel toezicht. Dit raamwerk bestaat uit drie verdedigingslijnen: 1) Preventie van crises door ongewenste ontwikkelingen vroegtijdig te signaleren en tegen te gaan. 2) Versterking van de schokbestendigheid van het financiële stelsel, door middel van buffers en een zodanige opzet van het stelsel dat dit uit zichzelf onevenwichtigheden terugdringt. 3) Crisismanagement. Macroprudentieel toezicht kan niet iedere crisis voorkomen, maar in veel gevallen wel de hevigheid van crises kunnen verminderen (DNB, 2010).

Europese stresstest

In juli 2011 is het de tweede keer sinds de crisis dat de Europese bankensector wordt onderworpen aan een stresstest. In de stresstest rekenen banken een voorgeschreven stress-scenario door via computermodellen om vast te stellen of zij daaruit voortvloeiende verliezen kunnen dragen. De stresstest gaat uit van twee macro-economische scenario's voor de jaren 2011 en 2012: een baseline en een adverse scenario, samengesteld door de European Banking Authority (EBA voorheen CEBS)

en de Europese Commissie. Het baseline scenario is gebaseerd op verwachtingen over economische groei per eind 2010. Het fictieve adverse scenario vormt de kern van de stresstest, en houdt voor Nederland een twee jaar durende recessie in. Daarin loopt de werkloosheid fors op, terwijl tegelijkertijd huizen- en commercieel vastgoedprijzen dalen. In Nederland hebben de ING Bank, Rabobank, ABN AMRO en SNS Bank onder toezicht van DNB deelgenomen aan de stresstest en blijven ruim boven de minimumnorm. Totaal namen negentig Europese banken deel aan de Europese banken stresstest. Waarvan twintig banken onder het vastgestelde kapitaalratio kwamen (DNB, 2011).

4.2 Nationaal

Wet op het financieel toezicht

Op 1 januari 2007 zijn de Wet op het financieel toezicht (Wft) en de Invoerings- en Aanpassingswet Wet op het financieel toezicht (I&A-wet Wft) in werking getreden. De Wft is in plaats gekomen van zeven wetten, onder andere de Wet toezicht kredietwezen 1992 en de Wet financiële dienstverlening 2006. De Wft regelt het toezicht op financiële instellingen in Nederland, de taken en bevoegdheden van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Met de invoering van de Wft heeft een kanteling plaatsgevonden van het traditionele sectorale toezichtmodel naar een functioneel model. Hierbij is DNB cross-sectoraal belast met het prudentieel toezicht en de AFM met het gedragstoezicht (figuur 4.2). Bij deze herinrichting van de toezichtwetgeving streeft de wetgever drie doelstellingen na: inzichtelijkheid, doelgerichtheid en marktgerichtheid (DNB, 2007).

Regeling liquiditeit Wft 2011

Mede naar aanleiding van de financiële crisis wordt het liquiditeitstoezicht op banken en beleggingsondernemingen in Nederland en daarbuiten aangescherpt. Het BCBS en de EBA, hebben diverse adviezen, richtlijnen, guidances en principes gepubliceerd. Hierin is nader uitgewerkt wat van banken en toezichthouders verwacht mag worden ten aanzien van de beheersing van het liquiditeitsrisico en het toezicht daarop. In de Beleidsregel Liquiditeit Wft 2011 heeft DNB vastgelegd dat de naleving van de normen ten aanzien van liquiditeitsrisicobeheersing getoetst zullen worden aan de hand van deze BCBS en EBA principes. Deze beleidsregel is van toepassing op banken en beleggingsondernemingen. DNB verwacht van banken dat zij een Internal Liquidity Adequacy Assessment Process (ILAAP) ingericht hebben, waarin de onderneming het eigen liquiditeitsrisicobeheer grondig evalueert en waar nodig aanscherpt. De beleidsregel ILAAP sluit nauw aan bij CRDII en de door BCBS en EBA gepubliceerde richtlijnen en principes voor goed liquiditeitsrisicobeheer (DNB, 2011).

De Nederlandsche Bank

De Nederlandsche Bank (DNB) moet zich sterk voor financiële stabiliteit in Nederland om daarmee bij te dragen aan de welvaart in Nederland. Het is de centrale bank van Nederland die deels als zelfstandig bestuursorgaan opereert en ook deel uitmaakt van het ESCB. DNB is verantwoordelijk voor het bewaken van de financiële stabiliteit. Daarbij zijn drie zaken van belang: lage inflatie, veilig betalingsverkeer en soliditeit en

integriteit van financiële instellingen (DNB, 2011). DNB is belast met prudentiële en systeemtoezicht (figuur 4.3). Prudentieel toezicht richt zich op de soliditeit van financiële ondernemingen en draagt bij aan de stabiliteit van de financiële sector. Onder het prudentiële toezicht wordt verstaan het solvabiliteits- en liquiditeitstoezicht dat erop gericht is dat de financiële onderneming altijd aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Het toezicht beoogt het risico van faillissement te verkleinen, zonder dat dit overigens in een markteconomie kan worden uitgesloten. Onder het prudentiële toezicht wordt ook begrepen het toezicht op de omvang en samenstelling van de technische voorzieningen van verzekeraars ter nakoming van hun verzekeringsverplichtingen. Het systeemtoezicht is gericht op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel (DNB, 2007).

Autoriteit Financiële Markten

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is een semi-overheidsorganisatie die toezicht houdt op het gedrag van de gehele financiële marktsector, voor het bevorderen van eerlijke en transparante financiële markten. De minister van Financiën is politiek verantwoordelijk en benoemt het bestuur van de AFM (AFM, 2011). De AFM is door de nieuwe Wft belast met het gedragstoezicht (figuur 4.3). Het gedragstoezicht richt zich op ordelijke en transparante marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten van financiële ondernemingen (DNB, 2007).

Figuur 4.3 Het functionele toezichtmodel - Taakmodel AFM en DNB



Betrokkenheid AFM en DNB tijdens de ontwikkeling van een complex product



Bron: DNB, 2007

Code Banken

Op 1 januari 2010 is de Code Banken in werking getreden en door Algemene Maatregel van Bestuur (AMvB) aangewezen als gedragscode. Het zwaartepunt van de principes in deze bankspecifieke code richt zich op versterking van de governance binnen banken (functioneren en de rol van de raad van commissarissen en de raad van bestuur), risicomanagement, audit en beloningsbeleid. De Code bevat verder principes voor een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid. De Code Banken is van toepassing op alle banken die beschikken over een bankvergunning verleend op grond van de Wft. De naleving van de Code Banken wordt gemonitord door een onafhankelijke commissie. Hiertoe hebben de minister van Financiën en de NVB de Monitoring Commissie Code Banken ingesteld (Code banken, 2011).

Bankenbelasting

Sinds de kredietcrisis is het idee van bankenbelasting met enige regelmaat voorbij gekomen, aanvankelijk vooral in Europees verband (De Volkskrant, 2011). Vanuit de tweede kamer kwam er in januari 2011 belangstelling voor de bankenbelasting. Een

bankenbelasting is een belasting die wordt opgelegd aan banken op basis van hun balans. Vijf lidstaten van de EU hebben inmiddels een bankenbelasting ingevoerd. Een reden die door sommige landen voor invoering van een bankenbelasting wordt aangedragen is dat hiermee de kosten van de financiële crisis op de 'vervuiler' worden afgewenteld. Weer andere landen stellen dat een bankenbelasting kan bijdragen aan het ontmoedigen van het nemen van excessieve risico's door financiële instellingen. In Europa zijn er in totaal tien landen (o.a. Duitsland, Frankrijk en Zweden) die eenzijdig een heffing/belasting voor banken hebben ingevoerd (Ministerie van Financiën, 2011).

4.3 Fiscaal

Ook vanuit fiscaal oogpunt is er wet- en regelgeving voor vastgoed. Zo is er de overdrachtsbelasting, maar ook de belasting toegevoegde waarde (BTW) en de onroerende zaak belasting. Dit vormen kostenposten waarmee de vastgoedbelegger rekening moet houden. Binnen de financiële verantwoording van een onderneming aan de fiscus is tevens wet- en regelgeving aanwezig ter regulering van winst en verlies. Hier kan men denken aan bijvoorbeeld regels ten behoeve van afschrijving en waardering (Kat, 2010). Deze scriptie zal dit onderwerp niet verder behandelen. Bij de fundamenteën wordt geen rekening gehouden met het fiscale aspect van vastgoed.

5. Financieringstheorieën

Het doel van dit hoofdstuk is om een overzicht te geven van de voornaamste theoretische ontwikkelingen in relatie tot de vakgebieden financiering, belegging en vastgoed. Financiering en belegging vallen traditioneel uiteen in twee sub-disciplines, namelijk beleggingsleer (asset pricing) en ondernemingsfinanciering (corporate finance). Beleggingsleer houdt zich bezig met de prijsvorming op de financiële markten en de gevolgen daarvan voor de onderneming. Ondernemersfinanciering houdt zich bezig met het strategisch gedrag van financieel belanghebbenden bij een onderneming (Koedijk & Schotman, 1999). In de vorige decennia is financiering als vakgebied op een nadrukkelijk economisch fundament komen te rusten. Financiering is onderdeel geworden van de economische wetenschappen. Het dreef weg van het normatief, boekhoudkundig georiënteerd vakgebied (Boot, 2005). Modigliani en Miller valt de eer toe dat zij als eersten in 1958 de analyse van de financiële structuur een wetenschappelijk, analytisch fundament hebben gegeven (Boot, 2005). Daarna waren het Jensen en Meckling die een mogelijke imperfectie op schuldfinanciering introduceerden, zij onderkennen dat er belangentegenstellingen en informatieongelijkheid tussen partijen kan bestaan. Behavioral finance maakt plaats in de financiële literatuur voor, op sociaal en psychologisch gedrag, gebaseerde keuzes van beleggers, zoals het kuddegedrag en herding.

5.1 Modigliani en Miller

Voor het vakgebied financiering is er een absolute waterscheiding vóór en na 1958. In 1958 publiceerden Modigliani en Miller een baanbrekend artikel "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" (Modigliani en Miller, 1958). Volgens de American Economic Review (AER), één van de voornaamste wetenschappelijke tijdschriften uit de economische literatuur, hoort dit artikel zelfs bij de twintig meest belangrijke artikelen van de afgelopen honderd jaar (AER, 2011). De vermogensstructuur van een onderneming heeft sinds deze publicatie veel aandacht gekregen van wetenschappers.

In de publicatie van Modigliani en Miller vragen zij zich af of de keuze van de financieringsstructuur de waarde van een onderneming kan beïnvloeden. Zij stellen dat de vermogensstructuur van een onderneming geen invloed heeft op de waarde. De kern is namelijk dat het 'rommelen' (denk aan de hefboomwerking) met de financiële verhoudingen geen wezenlijke waarde creëert. Voor zover er wel waarde mee gecreëerd kan worden, moet zorgvuldig de oorsprong van deze waardecreatie worden blootgelegd (Boot, 2005). Modigliani en Miller stellen dat de waarde van een onderneming uitsluitend bepaald wordt door wat het bedrijf met het haar toevertrouwde kapitaal doet. De waarde van de investeringen van een onderneming hangt af van het totale rendement en het risico van die investeringen (CPB, 2010). Aangezien de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen dan niet ter zake doet, wordt er nogal eens gerefereerd aan de irrelevantiepropositie. De theorie gaat uit van een ideale wereld waarbij sprake is van een perfecte kapitaalmarkt, afwezigheid van belastingen en faillissementkosten, informatiesymmetrie of andere marktperfecties. Dit zijn

behoorlijke onrealistische assumpties, wat voor nogal wat kritiek zorgde in de loop der tijd (Langerak, 2010). Uiteraard is de échte wereld niet perfect. De belangrijke les van Modigliani en Miller is dan ook niet dat de vermogensstructuur van een bedrijf er niet toe doet. Die structuur doet er wél toe (CPB, 2010).

Modigliani en Miller hebben hun oorspronkelijke theorie uitgebreid met het effect van vennootschapbelastingen. Als rekening wordt gehouden met de aftrekbaarheid van rentebetalingen voor vennootschapbelastingen gaat de financiële structuur van de onderneming richting honderd procent vreemd vermogen. In de realiteit bestaat er geen bedrijf dat voor honderd procent gefinancierd is met vreemd vermogen. Deze onwaarschijnlijke situatie is de aanleiding geweest tot het vinden van een tegengewicht, een nadeel van vreemd vermogenfinanciering. Een tegengewicht is gevonden in de faillissementkosten die gepaard gaan met schuldfinanciering. Zo kan de optimale vermogensstructuur worden verklaard in het punt waar het marginale belastingvoordeel van vreemd vermogen gelijk is aan de marginale verwachte faillissementkosten van een euro extra financiering (Boot, 2005).

“Bankruptcy costs are the major missing element in finding an optimal capital structure (Kim, 1978).”

5.2 Jensen en Meckling

Een grote revolutie kwam na de jaren zestig, met de zogenaamde agency-theorie. Jensen en Meckling waren in de jaren zeventig de eersten die deze theorie als mogelijke imperfectie van schuldfinanciering introduceerden. In deze benadering wordt onderkend dat er belangentegenstellingen en informatieongelijkheid kan bestaan tussen het bestuur van een onderneming, de aandeelhouders en de financiers. Indien partijen hun eigen nut trachten te maximaliseren, bestaat de kans dat partijen niet in het belang van elkaar werken. Een onderneming kan onder dergelijke omstandigheden lastig een financiering aantrekken voor de juiste prijs (Boot, 2005). Middels contracten kan voorkomen worden dat partijen alleen vanuit nutmaximalisatie werken, een andere partij kan toezicht houden en waar nodig corrigerend optreden (monitoring). Partijen kunnen daarnaast ook inspanningen leveren om elkaar van goede trouw te overtuigen. Deze kosten voor toezicht, controle en voor het bewijzen van de eerbare bedoelingen noemt men de agency-kosten (Jensen & Meckling, 1976; Jegers, 2009).

5.3 Hoffmann, Eije en Jager

Traditionele financiële theorieën zoals bijvoorbeeld die van Modigliani en Miller gaan er vanuit, dat beleggers bij het maken van financieringsbeslissingen slechts op zoek zijn naar de optimale vermogensstructuur. Recente, op sociaal en psychologisch gedrag gebaseerde, financieringsliteratuur (behavioral finance) geeft echter aan dat ook andere overwegingen en behoeften een rol kunnen spelen op deze beslissingen (Statman, 2004; Statman, 2002; Shefrin en Statman, 1993). Hoffmann, Von Eije en Jager beargumenteren in “De beïnvloedbaarheid van beleggers” dat sociaal georiënteerde behoeften een belangrijke invloed kunnen uitoefenen op de houding van beleggers. Anders zouden beleggers geen voordelen kunnen behalen die buiten de

financiële sfeer liggen. Sociaal wenselijkheid, zoals duurzaamheid en ethische verantwoordelijkheid zou dan geen rol spelen. Een meer realistische aanpak gaat er daarom vanuit dat ook emotionele en sociaal georiënteerde behoeften een rol spelen bij beslissingen van beleggers (Hoffmann e.a., 2008). Het is dan ook niet verwonderlijk dat de behavioral finance literatuur beargumenteert dat veel beleggers preferenties hebben die verder gaan dan de traditioneel financiële behoeften, zoals een voorkeur voor ethisch of sociaal verantwoord beleggen (Fisher en Statman, 1997). Het bestaan van meer sociaal georiënteerde behoeften aan de zijde van beleggers heeft een aantal belangrijke implicaties voor het handels- en interactiegedrag van deze beleggers. Het bestaan van deze behoeften impliceert immers dat deze beleggers niet in een sociaal vacuüm tot hun beslissingen komen, maar beïnvloed worden door andere beleggers en zelf ook invloed kunnen uitoefenen op anderen. Dit alles kan leiden tot het zogenoemde herding. Wat neer komt op, dat beleggers in toenemende mate hetzelfde gedrag gaan vertonen, hetzij door het tot zich nemen van dezelfde informatie, hetzij door het simpelweg volgen van elkaar als schapen in een kudde (Hoffmann e.a., 2008).

5.4 Minsky

Kapitalistische economieën worden gekenmerkt door cyclische bewegingen: hoogconjunctuur wisselt af met laag conjunctuur. Volgens econoom Hyman Minsky vinden deze bewegingen hun oorsprong in de financiële markten en het kudde gedrag van de beleggers. Minsky was tot voor kort (2010) een totale onbekende voor het grote publiek en werd pas na het uiteenspatten van de financiële zeepbel in 2007 (her-)ontdekt. De financiële markt werd altijd gezien als een robuust systeem, deze veronderstelde stabiliteit zorgde ervoor dat er voldoende vertrouwen was om risicovolle investeringen te doen. Gedurende de afgelopen 30 jaar is het financiële systeem over vrijwel de hele wereld steeds instabieler geworden. Hierop is door marktpartijen niet adequaat gereageerd waardoor op een gegeven moment het vertrouwen omsloeg in wantrouwen wat heeft geresulteerd in een negatieve spiraal.

De theorie van Minsky sluit aan bij de theorie van Hoffman en anderen, die spreken van herding waarbij beleggers in toenemende mate hetzelfde gedrag gaan vertonen. Dit gedrag ontstaat omdat de toekomst niet te voorspellen is en beleggers in het duister tasten en daarom naar elkaar gaan kijken. Economische actoren kunnen beïnvloed worden door collectieve bewegingen van optimisme en pessimisme. Zo kan uitgesproken positivisme wat heerst bij beleggers leiden tot meer vraag naar onroerend goed waardoor de waarde van onroerend goed stijgt. Hierdoor zijn banken eerder geneigd leningen te verstrekken aangezien het onroerend goed als onderpand wordt gebruikt. Dit noemt Minsky een Ponzi-financiering, vernoemd naar de Heer Ponzi die in 1920 een financiële piramide had opgezet. Het is een zeepbel die gaat barsten, wanneer deze barst neemt het pessimisme over een negatieve spiraal ontstaat. Dit wordt versterkt doordat partijen hun schulden willen aflossen en hiervoor activa gaan verkopen. Dit versterkt de spiraal waarbij de (massale) verkopen leiden tot een ineenstorting van de prijzen. De waarde van het onderpand welke de financiering moet dekken daalt en is niet meer in evenwicht (Minsky, 1966; De Grauwe 2010).

5.5 Van der Vlist

In het onderzoek van Van der Vlist (2009) naar “De essentie van vastgoedontwikkeling” spreekt hij over twee aspecten van de vastgoedsector, te weten fundamentals en nonfundamentals. In algemene zin wordt aan de economische factoren fundamentele betekenis toegekend, terwijl de overige factoren, zoals psychologische en sociologische als niet-fundamentele factoren worden aangemerkt. In standaardanalyses worden deze laatste gezien als residu ofwel onverklaard deel. Wat de niet-economische factoren zijn en in welke mate zij er toe doen, is veelal geen onderwerp van studie. Van der Vlist stelt dat de nonfundamentals een minstens zo belangrijke rol vervullen in vastgoedontwikkeling als de fundamentals (Van der Vlist, 2009). Onder de fundamentele van vastgoedfinanciering wordt in het kader van deze scriptie de economische factoren verstaan die een bepalende invloed hebben op de situatie c.q. ontwikkeling van de vastgoedfinancieringsmarkt. Het doel van dit onderzoek is de fundamentele die als bepalend naar voren komen te beschouwen.

Nonfundamentals

Welke rol de non-fundamentele factoren spelen op de vastgoedfinancieringsmarkt is in tabel 5.1, een digitaal nieuwsoverzicht 2001-2011, van PropertyNL weergegeven. Wat opvalt in tabel 5.1 en wat Van der Vlist betoogt in zijn onderzoek is de sterke golfbeweging in het sentiment, de toon van de berichtgeving. Het is opmerkelijk hoe uitgesproken vertrouwen: “kredietcrisis schrikt vastgoedbeleggers niet af” plotseling kan omslaan in pessimisme: “vastgoedfinanciering ook in topjaren verliesgevend”. Van der Vlist stelt hiermee dat vertrouwen niet altijd rationeel lijkt te zijn. Akerlof en Shiller (2009) maken in dit verband melding van mispercepties. Perfecte herinnering en planning, waar de neoklassieke theorie van uitgaat, lijkt denkbeeldig. Voorts lijken succesverhalen af te wisselen met doemscenario's, corruptie en fraude in tijden van economische achteruitgang. Akerlof en Shiller noemen vertrouwen, billijkheid, corruptie, geldillusie en realiteitszin niet-economische ofwel psychologische factoren die van cruciale invloed zijn op beslissingen (Van der Vlist, 2009). Dit sluit aan op de theorieën van Minsky en Hoffman en anderen. Minsky stelt in zijn theorie dat economische actoren (lees fundamentele) kunnen worden beïnvloed door collectieve bewegingen van optimisme en pessimisme.

Tabel 5.1 Digitaal nieuwsoverzicht 2001 - 2011

Datum	Artikel
01-01-2001	De kantorenmarkt: zo heet dat afkoeling onvermijdelijk lijkt
02-05-2002	Kantorenmarkt Amsterdam onderuit, tophuurprijzen dalen
06-01-2003	Beleggingen commercieel onroerend goed met 20% gedaald
05-03-2003	FGH Bank en ABN Amro somber over vastgoedmarkt
03-07-2003	CBS: vastgoedfondsen weer in trek
07-08-2003	Transparantie in jaarverslagen blijft ver te zoeken
04-09-2003	Vastgoedfinanciers willen niet van crisis horen
04-09-2003	FGH en Rabo: Selectieve markt behoedt financiers voor prijzenslag
06-05-2004	Opmars van buitenlandse vastgoedfinanciers
06-05-2004	IEF Capital lanceert nieuwe inflatieproducten op basis van vastgoed
26-10-2004	JLL ziet sentiment op kantorenmarkt verbeteren
24-01-2005	HypoVereinsbank schrijft € 2,5 mrd af op vastgoed
26-05-2005	Beleggen in Reits wordt sneller lucratief
09-06-2005	Duitse open-end vastgoedfondsen kampen met uitstroom van € 568 mln
08-09-2005	Vastgoedfinanciering wordt meer dan ooit vechtbusiness
08-09-2005	Financiers worstelen met leegstand
06-10-2005	Direct: Opmars van sale-and-leaseback
08-11-2005	DTZ Zadelhoff: Particuliere vastgoedbeleggers en financiers op één lijn
24-03-2006	ROZ/IPD: sterke beleggingsvraag drukt aanvangsrendementen
09-06-2006	ING Real Estate sluit eerste CMBS-transactie
21-06-2006	Stichting Transparantie Vastgoedfondsen officieel opgericht
07-07-2006	IPD: Europese vastgoedbeleggers behalen hoogste rendementen sinds 2001
07-09-2006	Financiers trekken profijt van aanhoudend sterke vastgoedbeleggingsmarkt
27-02-2007	Rodamco wil aankopen uitsluitend financieren met vreemd vermogen
15-03-2007	Crisis hypotheekbanken in VS kan overslaan naar Europa
08-06-2007	Fagoed komt met nieuwe financieringsvormen en fondsen
26-09-2007	JLL: gevolgen kredietcrisis vallen mee
22-01-2008	Inrev: kredietcrisis schrikt vastgoedbeleggers niet af
22-04-2008	CBRE: kredietcrisis doet vastgoedinvesteringen eerste kwartaal sterk teruglopen
11-06-2008	FGH Bank ziet duidelijke terugloop financieringsmarkt
07-07-2008	JLL: Nederland meest transparante vastgoedmarkt op Europees Continent
08-09-2008	Doorverkoop vastgoedleningen 90% ingezakt
17-12-2008	JLL: Vastgoedbeleggingen in een jaar tijd met 55% gedaald
23-12-2008	Hogere rente heeft gevolgen voor het vastgoed: Zachte landing of vastgoedcrisis
02-02-2009	JP Morgan: 70% vastgoedfondsen kampt met financieringsissues
27-03-2009	Druk op taxateur neemt toe door crisis
21-07-2009	JLL: interesse voor transparante en eenvoudige financiële instrumenten
11-09-2009	McKinsey: Vastgoedfinanciering ook in topjaren verliesgevend
10-11-2009	ROZ/IPD: rendement vastgoedbeleggingen min 3%.
20-11-2009	JLL: aanvangsrendementen topkantoorroimte stabiliseren
25-11-2009	Sale en leaseback toonaangevend op beleggingsmarkt
06-01-2010	DTZ: Vertrouwen en kapitaal nemen toe op beleggingsmarkt
04-02-2010	ROZ/IPD: Negatieve waardeontwikkeling vastgoed in 2009
14-04-2010	DNB: Nederlands vastgoed daalt 6 procent in waarde
20-04-2010	JLL verwacht 30% meer transacties vastgoedbeleggingen in Europa
14-05-2010	DNB remt vastgoedinvesteringen
25-07-2010	Hypo Real Estate doorstaat stresstest niet
25-11-2010	CBRE: 'Europese financiersmarkt ontspant zich'
18-01-2011	Mezzaninelening onmisbaar instrument in huidige markt
12-05-2011	CBRE: Herstel Europese beleggingsmarkt zet door

Bron: PropertyNL

6. Conclusie

“De crisis heeft geen enkele invloed op de fundamentele van commerciële vastgoedfinanciering.”

Fundamentele kenmerken

De belangrijkste reden voor het aantrekken van vreemd om vastgoed te financieren is gelegen in het kapitaalintensieve karakter van vastgoed waardoor met een beperkt eigen vermogen een relatief grote investering kan plaatsvinden. Daarnaast speelt ook het hefboomeffect een belangrijke rol hoe hoger het percentage vreemd vermogen des te hoger wordt het rendement, maar logischerwijs ook het risico. Voor de kredietcrisis had het optimisme de hoofdtoon waardoor banken (te) soepel leningen verstrekten. In 2007 lagen de financieringsniveaus op LTV ratio's van 80% tot somtijds 90%. Tegenwoordig (2011) is het LTV niveau verlaagd naar 60-70%, banken herstructureren hun kredietportefeuilles en hanteren daarbij strengere voorwaarden, mede door de inwerkingtreding van Basel III. De crisis heeft aangetoond dat de opgebouwde financiële buffers niet afdoende waren.

Tijdens de huidige crisis nam het wantrouwen en pessimisme in de markt toe. Partijen namen een afwachtende houding aan. Dit gebeurde ook in de jaren zeventig, toen de sluiting van de Duitse bank Herstatt aanleiding gaf tot de oprichting het BCBS om toezicht op het bankwezen te houden. Het BCBS bracht het eerste kapitaalakkoord (Basel I) in 1988 uit. Een parallel met de huidige crisis valt te maken aangezien ook deze crisis heeft geresulteerd in een verscherping van wet- en regelgeving daar deze, achteraf gezien, kredietverstrekkers teveel ruimte boden. Gesteld zou kunnen worden dat de afgelopen kredietcrisis ontstaan is door fouten in de fundamentele zoals is gebeurd bij de sub-prime hypotheek. Opvallend was hierbij dat het IMF in 2006 zich nog zeer positief uitliet over het off-balance plaatsen van activa door securitisaties: het zou zorgen voor een veerkrachtig financieel systeem wat minder gevoelig is voor economische neergang. De risico's van de (gesecuritiseerde) sub-prime hypotheek werden niet goed door partijen ingeschat. Het is maar de vraag of partijen überhaupt de kans hadden rationele beslissingen te nemen gezien de ondoorzichtige marktsegmentatie, de ingewikkelde financiële producten en het optimisme in de markt. Hierdoor waren banken en beleggers blind voor de grote risico's van de financiële producten en vastgoedobjecten. Minsky en Van der Vlist spreken van een golfbeweging in het sentiment van de markt. Waarop kuddegedrag en herding van beleggers versterkend werkt, zowel positief als negatief. In de theorie van Minsky geldt dat economische actoren (lees fundamentele) worden beïnvloed door collectieve bewegingen van optimisme en pessimisme.

In 2011 vraagt de markt om meer transparantie in de vastgoed- en financieringsmarkt om weer vertrouwen te krijgen van beleggers en banken. Marktpartijen moeten erop kunnen vertrouwen dat verliezen niet verborgen blijven. Ethisch en maatschappelijk verantwoordelijk handelen in de financiële sector zou kunnen bijdragen aan een afzwakking in de golfbeweging van de fundamentele. In deze scriptie wordt het

Islamitisch bankieren als een voorbeeld van ethisch bankieren gegeven. Waarbij het handelen in complexe financiële producten wordt gezien als gokken. Bij pieken in de markt van optimisme en pessimisme waar beleggers als kuddedieren op reageren, wordt de belegger beschermd door de principes van de Sharia. Verder onderzoek naar de toepassing van het Islamitisch bankieren op het Westerse financiële stelsel is gewenst. Het één op één toepassen van het Islamitisch bankieren op het Westerse systeem is om vele redenen niet mogelijk. Daarbij moet benadrukt worden dat het Islamitisch bankieren slechts een nichemarkt is, in Nederland zijn diverse ontwikkelingen gaande ter bevordering van ethisch en maatschappelijk verantwoordelijk handelen in de financiële sector. Een nieuw ratingmodel voor vastgoed is ontwikkeld (Kat, 2010) dat het risico van een vastgoedinvestering beter kan inschatten. Tevens wordt door overheid en marktpartijen gewerkt aan nieuwe gedragscodes en professionalisering van de markt. Zo zou het verplicht moeten worden dat adviseurs in de toekomst hun deskundigheid met een diploma aantonen. Code Banken is aangewezen als gedragscode die zich richt op de versterking van de governance binnen banken.

Trends & Toekomstverwachtingen vastgoedfinancieringsmarkt

- Het toezicht op de gehele financieringsmarkt wordt op nationaal en internationaal niveau aangescherpt. In reactie op de crisis zijn twee nieuwe Europese toezichtautoriteiten opgericht namelijk, de European Supervisory Authorities (ESA's) en de European Systemic Risk Board (ESRB). Deze zien toe op de implementatie van Europese toezichtregels en soliditeit van het financiële stelsel als geheel. In Nederland is dit geïmplementeerd door een raamwerk op te zetten welke bestaat uit drie verdedigingslijnen: vroegtijdig ongewenste ontwikkelingen te signaleren, versterking van de schokbestendigheid en crisis management.
- Ook in Nederland is de financiering van vastgoed sterk afhankelijk van de securitisatiemarkt. Om de Nederlandse markt minder afhankelijk te maken van dit proces dient er gezocht te worden naar andere mogelijkheden. Het financieren middels pandbrieven is in veel landen een gebruikelijk financieringsinstrument. Op dit moment zijn transacties waarneembaar in de markt maar verder onderzoek naar de mogelijkheden pandbrieven is wenselijk.
- Vraag naar uniforme en transparante taxatiemethoden en waarderingsgrondslagen. Door structurele leegstand en huurincentives is niets meer zeker. De veronderstellingen die worden gemaakt moeten worden gekwantificeerd. Een scenarioanalyse en/of een dynamische DCF methode bieden hiervoor mogelijkheden.
- De structurele leegstand van veel kantoren kan tot verdere prijsdalingen leiden, die banken dwingen tot forse nieuwe afschrijvingen. Verhuur is namelijk een belangrijk aspect in de waardering van vastgoed. Indien er sprake is van langdurige leegstand en er weinig of geen uitzicht is op verhuur zal dat de waarde van vastgoed negatief beïnvloeden. Het comparatieve element speelt bij het waarderen van vastgoed min of meer een centrale rol (Uittenbogaard en Vos, 1996). Voor vastgoed en andere illiquide activa, zoals complexe beleggingsproducten, is dit nadelig omdat de actuele marktwaarde vaak lastig te bepalen is, omdat er weinig of

geen transacties plaatsvinden die een betrouwbaar referentiepunt vormen (DNB, 2011).

- Gedragscode Code Banken in werking getreden. Het zwaartepunt van de principes in deze bankspecifieke code richt zich op versterking van de governance binnen banken (functioneren en de rol van de raad van commissarissen en de raad van bestuur), risicomanagement, audit en beloningsbeleid. De Code bevat verder principes voor een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid.
- DSI beleggingsprofessionals financiële markten moeten hun deskundigheid gaan aantonen.
- STV onderhoud een gedragscode voor vastgoedfondsen.

Consequenties voor beleggers

- Banken herstructureren hun kredietportefeuilles, waardoor minder kapitaal beschikbaar is. Daarnaast hanteren zij strengere voorwaarden, kortere aflossingstermijnen en een lagere bevoorschotting. Daardoor zullen zij minder vermogen beschikbaar hebben om te investeren in de vastgoedmarkt.
- Banken en beleggers zijn op zoek naar meer transparantie en uniformiteit in de vastgoedmarkt. Partijen moeten erop kunnen vertrouwen dat verliezen niet verborgen blijven. Diverse ontwikkelingen op dit gebied zullen belangrijke gevolgen voor de vastgoedmarkt hebben. Zoals rechtspraak op het gebied van huurincentives en aangepaste waarderingsmodellen. Zoveel mogelijk van de risico's moeten in prijzen worden uitgedrukt en niet in de disconteringsvoet.
- Deskundigen, zoals adviseurs zouden in de toekomst hun professionaliteit moeten aantonen middels een diploma.
- De behoefte naar een branche brede organisatie voor beleggers met een gedragscode en welke de markt kan professionaliseren.
- Grote concurrentie op de markt voor 'prime' vastgoed. Toename van vastgoed aanbod op de secundaire markten.
- Stabilisatie aanvangsrendementen voor 'prime' vastgoed. Door toename in het aanbod op de secundaire markten kunnen de aanvangsrendementen hiervoor gaan oplopen.
- Wanneer de inflatie verder oploopt moeten beleggers rekening houden met een stijging van de rente.
- Betere risico analyse, kritischer naar de specifieke risico's binnen de verschillende vastgoedsectoren.
- Vastgoed keert terug van een financieel instrument naar zijn traditionele rol: een solide lange termijn belegging die bescherming biedt tegen inflatie.
- Banken en beleggingsinstellingen moeten onder de regeling liquiditeit Wft 2011 een ILAAP ingericht hebben, waarin de onderneming het eigen liquiditeitsrisicobeheer grondig evalueert en waar nodig aanscherpt.

Verklarende woordenlijst

Aandelen	Vorm van eigen vermogen (equity)
Aanvangsrendement	Zie bruto aanvangsrendement
Achtergestelde lening	Is een krediet waarbij de schuldeiser in het geval van faillissement van de schuldenaar wordt achtergesteld. De achtergestelde schuldeiser komt in een faillissement in volgorde van schuldeisers dus achter de gewone schuldeisers en heeft slechts voorrang ten opzichte van de aandeelhouders, vennoten of inbrengers.
Autoriteit Financiële Markten (AFM)	Toezichthouder op het gedrag van en informatieverstrekking voor alle partijen op de financiële markten in Nederland.
Bruto aanvangsrendement (BAR)	Instrument om (markt)waarde en de kwaliteit van een object uit te drukken. Het bruto aanvangsrendement wordt uitgedrukt in procenten en wordt berekend door de huuropbrengst in het eerste jaar van de exploitatie te delen door de totale investering.
Comparatief	Vergelijkend
Compliance	Handelen volgens de regels, zowel van toezichthoudende instanties als van de eigen organisatie.
Conjunctuurrisico	De mate waarin een bedrijf en bedrijfstak reageren op de golfbewegingen in de economie. Aandelen van bepaalde bedrijven zijn sterk conjunctuurgevoelig en andere niet.
Convergeren	Naar één punt samenlopen.
Correlatie	Een maatstaf die weergeeft wat de mate van samenhang is tussen het rendement van twee variabelen (bijvoorbeeld aandelen of obligaties). De correlatie kan een waarde aannemen tussen minus 1 en plus 1. Daarbij betekent 0: geen lineaire samenhang, +1: een perfecte positieve lineaire samenhang en -1: een perfecte negatieve lineaire samenhang.
Determinanten	Factoren die een ontwikkeling of een toestand (mede) bepalen.
Disconteren	De contante waarde van een bedrag berekenen op basis van een vastgesteld rentepercentage (disconteringspercentage).
Discounted cash flow (DCF)	Is een waarderingmethode waarbij de toekomstige kasstromen worden gediscoteerd tegen een disconteringsvoet.
Disconteringspercentage	Zie disconteren.
Disconteringsvoet	Om de huidige waarde van inkomende kasstromen in de toekomst te bepalen. Ook wel rekenrente genoemd. Het is risicovrije rente + een opslag voor het marktrisico.
Diversificatie	Een strategie om door middel van een spreiding over meerdere hulpbronnen de risico's te spreiden.
Eigen vermogen	Saldo van aan alle bezittingen toegekende waarde (activa) verminderd met vreemd vermogen (passiva). Ook wel aandelenkapitaal of risicodragend vermogen genoemd.
Effecten	Verhandelbare rechten die een financiële waarde vertegenwoordigen, zoals aandelen, obligaties, opties en termijncontracten.
Executieverkoop	Als een eigenaar niet aan zijn betalingsverplichtingen voldoet kan de financier de verkoop van het onderpand eisen.

	Bijvoorbeeld de gedwongen verkoop van een huis, vaak wordt er geveild.
Fee	Een prijs betaald als vergoeding voor diensten.
Financiële instellingen	Institutionele beleggers, geldscheppende financiële instellingen en overige niet geldscheppende financiële instellingen.
Fiscale beleggingsinstelling (FBI)	Een fiscale beleggingsinstelling is een beleggingsmaatschappij die onder bepaalde voorwaarden geen vennootschapsbelasting verschuldigd is.
Geldscheppende financiële instellingen	Instellingen die schulden aangaan in de vorm van chartaal geld, giraal geld en deposito's. Ze gebruiken de verkregen middelen voor het verstrekken van leningen en het kopen van waardepapieren. De volgende instellingen maken deel uit van de geldscheppende financiële instellingen. De Nederlandsche Bank N.V., de algemene banken, de coöperatief georganiseerde kredietinstellingen en haar centrale kredietinstelling, de spaarbanken en de effectenkredietinstellingen.
Hypotheek	Leningen waarvoor onroerend goed als zekerheid is gesteld, eventueel naast andere zekerheden.
Hypotheekgever	Een partij die een financiering aantrekt.
Hypotheeknemer	De financier.
Internationaal Monetair Fonds (IMF)	Organisatie die de stabiliteit van het internationale monetaire systeem in de gaten houdt. Om deze stabiliteit te behouden en financiële crises te voorkomen analyseert het IMF nationale, regionale en mondiale economische en financiële ontwikkelingen.
Informatiesymmetrie	Partijen beschikken over evenveel informatie. Vaak is er sprake van informatieasymmetrie hier beschikt de ene partij over meer en betere informatie dan de andere.
Inflatierisico	Inflatie betekent geldontwaarding. Als compensatie voor de inflatie verlangt de belegger een vergoeding voor de (verwachte) geldontwaarding. Naarmate de looptijd van de lening langer is, is het risico van een oplopende inflatie groter. Dit is een van de redenen waarom het rentepercentage bij langere looptijden gewoonlijk hoger is dan bij kortere.
Institutionele beleggers	Beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen
Kapitalisatiefactor (cap rate)	De verhouding tussen het huurniveau en de beleggingswaarde. De kapitalisatiefactor is een afgeleide van de rendementseisen van beleggers. Hoe lager de kapitalisatiefactor, hoe hoger de prijzen van vastgoed. Hoe hoger de kapitalisatiefactor, hoe lager de prijzen van vastgoed.
Kredietrisico	Het risico dat een tegenpartij verplichtingen niet nakomt.
Leegstand	Aangeboden ruimte in opgeleverde gebouwen die op het moment van inventarisatie niet (meer) in gebruik is.
Leverage	Hefboom. Beleggen met geleend geld waarbij de opbrengst van de beleggingen hoger is dan de financieringsrente.
Liquiditeit	De mate waarin een onderneming in staat is om op korte termijn aan haar betalings- en aflossingsverplichtingen te voldoen.
Marginaal belastingtarief	Het belastingtarief dat betaald wordt over één extra verdiende euro.

Marktrisico	Het risico als gevolg van het blootstaan aan veranderingen in marktprijzen van verhandelbare activa in de handelsportefeuille.
Monetair beleid	Maatregelen die een Centrale Bank kan nemen om de waarde van de eigen valuta stabiel te houden.
Neoklassieke economische theorie	De hoofdstroom in de economische theorievorming die er vanuit gaat dat evenwichten op markten van economische goederen tot stand komen door aanpassingen in relatieve prijzen. Dit prijs- en marktmechanisme bewerkstelligt idealiter ook een evenwichtige economische ontwikkeling in de tijd.
Netto contante waarde	Verschil tussen de totale contante waarde van de baten ende totale contante waarde van de kosten van een project.
Niet-woningen (CBS)	In niet-woningen worden hoofdzakelijk bedrijfsmatige activiteiten uitgevoerd. Dit zijn alle objecten voor bedrijfsmatige activiteiten zoals kantoren, winkels en bedrijfsruimten, maar ook bijzondere gebouwen die een niet bedrijfsmatig gebruik hebben, zoals scholen en ziekenhuizen.
NIBC	Een Nederlandse bank met o.a. als aandeelhouders ABN AMRO, Delta Lloyd en Banco Santander.
Obligatie	Vorm van vreemd vermogen (debt): verhandelbare schuldbrief, meestal aan toonder, met een bepaalde looptijd en aflossingsvoorwaarden, recht gevend op een (meestal) vaste rente.
Onroerend goed	Onroerend goed wordt ook wel een onroerende zaak genoemd. Een onroerende zaak is grond of een pand (zaak) die duurzaam verenigd met de grond is.
Opportunity costs - Alternatieve kosten	Het is een begrip dat wordt gebruikt om beleggingen met elkaar te vergelijken. Uitgangspunt is dat de belegger zijn geld wil investeren in de meest kansrijke investeringsmogelijkheid. Om te bepalen wat het rendement minimaal moet zijn kijk men naar de alternatieve kosten.
Overige niet-geldsch. fin. instellingen	Hieronder worden gerekend: Holdingmaatschappijen van verzekeraars, special purpose vehicles (SPV's), hypotheekbanken en bouwfondsen (voorzover deze geen bankvergunning hebben), participatiemaatschappijen en (regionale) ontwikkelingsmaatschappijen, financieringsmaatschappijen en gemeentelijke kredietbanken.
Preferent aandeel (Prioriteitsaandeel)	Een preferent aandeel is een aandeel dat voorrang heeft boven een gewoon aandeel, met name waar het gaat om stemrecht, dividend en/of winstdeling.
Prime vastgoed	Hoogwaardig vastgoed op een goede locatie met een solvabele huurder en een langjarig huurcontract.
Retentie recht	Het recht om andermans goed onder zich te houden tot een schuld met betrekking tot dat goed betaald is.
Schaduwbankieren	Het proces waarbij banken producten via complexe constructies aan het zicht onttrekken.
Secured (loans)	Bij deze leningsvorm wordt een onderpand gevraagd om extra zekerheid te verkrijgen voor terugbetaling van de lening.
Solvabiliteit	Verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen.
Standaarddeviatie	Maatstaf voor de risicograad van beleggingen. Via een formule worden de koersuitslagen ten opzichte van de gemiddelde koersafwijking berekend. Hoe hoger de standaarddeviatie, hoe

Unsecured (loans)	groter het risico. Bij deze leningsvorm wordt er geen onderpand (in de vorm van activa) gevraagd door de financier en rekt deze uitsluitend op dat de kasstromen die door de onderneming gegenereerd worden voldoende zullen zijn om de lening terug te kunnen betalen.
Vermogensstructuur	De wijze waarop het totaal aan activa van een belegger wordt gefinancierd, wordt aangeduid als de vermogensstructuur.
Vermogenstitel	Verzamelnaam voor effecten en afgeleiden daarvan.
Vreemd vermogen	Aangetrokken financiële middelen als aanvulling op het eigen vermogen, zoals (bank)leningen of obligaties.
WOZ waarde	De WOZ waarde is de waarde van de woning volgens Wet Waardering Onroerende Zaken (WOZ). De WOZ waarde wordt elke vier jaar door de gemeente opnieuw vastgesteld.
Yield	Rendement

Literatuurlijst

- AEDES**, 2006, Corporaties als vastgoedbelegger. Aedes vereniging van woningcorporaties, Hilversum.
- Akerlof, G., R. Shiller**, 2009, Animal Spirits. Princeton University Press.
- American Economic Review (AER)**, 2011, American Economic Review Celebrates 100 Years of Publishing.
- Autoriteit Financiële Markten (AFM)**
2005, Vastgoed-CV's en maatschappen: Een verkennende analyse.
2006, Convenant AFM-DSI. Inzake zelftoezicht adviseurs en bemiddelaars.
2011, Over AFM, consumenteninformatie van de Autoriteit Financiële Markten.
- Baarda, D.B., M.P.M. de Goede**, 2006, Basisboek methoden en technieken. Noordhoff uitgeverij B.V.
- Bank for International Settlements (BIS)**
2006, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework Comprehensive Version, Basel Committee on Banking Supervision.
2011, About BIS organisation.
- Blom, J.**, 2010, De kredietcrisis: een politiek- economisch perspectief, Amsterdam University Press.
- Boom, G. van, S. Van den Brink**, 2007-2008, Beleggen in vastgoed, alles over vastgoedfondsen, uitgeverij Verbum, Laren.
- Boot, A.W.A.**, 2005, De financieringstheorie na Limperg.
- Botter, R.J.**, 2008, Uitgave van ondernemersrecht, Consultatie Besluit gedekte schuldinstrumenten.
- Breevast**, 1984, Vastgoed en de kapitaalmarkt. Bredero Vast Goed N.V., Utrecht.
- Brounen, D., P.M.A. Eichholtz**, 2001, Projectontwikkende belegger beter af.
- Centraal bureau voor de statistiek (CBS)**
2011, Methoden: Solvabiliteit.
2010, Institutionele beleggers: het beschrijven van de ontwikkelingen in de beleggingen van institutionele beleggers (jaarlijks onderzoek).
2011, Bedrijfseconomische indicatoren grote ondernemingen: solvabiliteit.
- Centraal Planbureau (CPB)**
2008, Memorandum: de kredietcrisis en de Nederlandse economie. In acht veelgestelde vragen. 2010, Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar?
- Chang, O.H., D.R. Nichols**, 1992, Tax Incentives and Capital Structures: The Case of the Dividend Reinvestment Plan. Journal of Accounting Research.
- Claurette, T.M., G.S. Sirmans**, 2006, Real estate finance theory and practice. Thomson Corporation.
- Code Banken**, 2011, Algemene bedrijfsinformatie: De Code Banken.
- Cushman & Wakefield (C&W)**
2010, Market Beat, Beleggingsmarkt commercieel vastgoed.
2011, EMEA Economic Pulse: An increasingly multi-speed recovery.
- De Nederlandse Bank (DNB)**
2003, Statistisch Bulletin, Toenemend belang van securitisaties en special purpose vehicles.
2007, Open Boek Toezicht: Prudentieel toezicht.
2007, Open Boek Toezicht: Wet op financieel toezicht.
2008, Overzicht financiële stabiliteit in Nederland: Box 1 Risico's vanuit commerciële vastgoedmarkten.

- 2009, Open Boek Toezicht: Solvency II kaderrichtlijn gepubliceerd.
- 2010, Open Boek Toezicht: Herziene richtlijn banken (2006/48/EG).
- 2010, Naar een stabielere financieel stelsel: macroprudentieel toezicht binnen DNB.
- 2011, Over DNB: missie, organisatie, taken, samenwerking.
- 2011, Open Boek Toezicht: ILAAP.
- 2011, Persbericht: deelnemende Nederlandse banken doorstaan de Europese stresstest goed.
- 2011, Vragen over rentestatistiek: Wat betekent Euribor?
- 2011, Financiële markten: rentes.
- 2011, Komende twee jaar staan onze reductiedoelstellingen centraal.
- 2011, Migratie naar Basel III.
- 2011, Nederlandse securitisaties weer in trek bij beleggers.
- Dijk, J.W.S., A.I. Posthuma, H. Winters, 2008, Praktijkgids voor beleggen en financieren.**
- Driel, A. van, 2006, Strategische inzet van vastgoed. Master of Real Estate.**
- DSI, 2011, Algemene bedrijfsinformatie: Wat doet DSI?**
- DTZ Zadelhoff (DTZ), 2009, Zonder financiering geen markt: de markt voor beleggingen in Nederlands commercieel onroerend goed.**
- DTZ Zadelhoff en Universiteit Nyenrode, 2004, Onderzoek Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers, Analyse loont! B. Hobbelink MRICS en Prof. dr. T. Berkhout MRE MRICS.**
- Duffhues, P.J.W., 2006, Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, Noordhoff Uitgevers.**
- Europese Centrale Bank (ECB), 2011, Algemene bedrijfsinformatie: ECB, ESCB, en het Eurostelsel.**
- Erickson, J., K. Wang, S.H. Chan, 2003, Real Estate Investment Trusts. Oxford: Oxford University Press.**
- Ernst & Young, 2011, Vastgoed Update Seminar PROVADA, tien trends in vastgoed door Ad Buisman.**
- Financieel Dagblad, 2011, artikel AFM dwingt openheid af over korting kantoorprijs.**
- Financieel.info, 2010, Over lenen en krediet, controle kredietwaardigheid.**
- Fisher, K.L., M. Statman, 1997, The mean-variance-optimization puzzle: security portfolios and food portfolios, Financial Analysts Journal.**
- Geltner, D.M., N.G. Miller, J. Clayton, P. Eichholtz, 2007, 2001, Commercial Real Estate, Analysis & Investments. Thomson South-Western.**
- Gool, P. van., D. Brounen, R. Weisz, P.G.M. van Wetten, 2007, Onroerend goed als belegging. Wolters-Noordhoff Groningen, Houten.**
- Gool, P. van, 2011, Moet een belegger wel huurincentives geven? ASRE Onderzoekspaper.**
- Graas, M. van, 2005, Een onderzoek naar een efficiënte en effectieve financieringsstructuur en rentemanagement voor het vastgoedfonds Nieuwe Steen Investments. Amsterdam School of Real Estate (ASRE).**
- Groeneveld, E., 2008, CMBS en de Subprime Crisis. Onderzoek naar de mogelijkheden voor CMBS na de subprime crisis. Amsterdam School of Real Estate (ASRE).**
- Groningen, A. van, 2007, Wat is de definitie en betekenis van de rentabiliteit van het hefboomeffect? Artikel financieel management.**
- Hilbers, P., Q. Lei, L. Zacho, 2001, Real estate market developments and financial sector soundness, IMF Working Paper.**
- Hoevenaars, R.P.M.M., 2007, Strategic asset allocation & Asset liability management. Proefschrift Universiteit Maastricht.**
- Hoffmann, A., H. Von Eije, W. Jager, 2008, De beïnvloedbaarheid van beleggers.**
- Horchner, C., 2008, Handboek projectontwikkeling. Projectfinanciering. Neprom, Voorburg.**
- Hordijk, A.C., 2011, Vastgoed en taxaties van grote invloed op maatschappij.**

- Internationaal Monetair Fonds (IMF)**, 2006, Global stability report. The influence of credit derivative and structured credit markets on financial stability.
- IPD / ROZ**, 2011, Vastgoedindex 2010: herstel vastgoedbeleggingsmarkt.
- Janssen**, N.G.J., A.P. van Veen, 1990, Economisch-statistische berichten.
- Jegers**, M., 2009, Economische analyse van de onderneming. Uitgeverij VUPRES Brussel.
- Jensen**, M.C. en W. H. **Meckling**, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics.
- Jones Lang LaSalle (JLL)**
2010, Dutch Capital Markets Bulletin 2010, Private Investors.
2010, Dutch Capital Markets Bulletin 2010, Institutional Investors.
2011, Dutch Capital Markets Bulletin 2011.
- Jong**, R. de, 2002, Tussen ambt en vrij beroep: het notariaat tussen 1842 en 1999, stichting tot bevordering der Notariele Wetenschap, Amsterdam.
- Kat**, R., 2010, De (krediet)waardigheid van vastgoed, een kwantitatief model voor het inschatten van het risico van een individueel vastgoed object, Amsterdam School of Real Estate (ASRE).
- Kim**, E.H., 1978, A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. Journal of Finance.
- Kok**, L.K.A., 2009, Islamitisch financieren in Nederland: een verkennende studie naar de toepassing van Sharia overeenkomsten naar Nederlands civiel recht, Amsterdam School of Real Estate (ASRE).
- Kramer**, M., 2010, Financiering voor vastgoedkunde, sheets 9 september 2010 Faculteit economie en bedrijfskunde, Rijksuniversiteit Groningen (RUG).
- Koedijk**, C.G., P. **Schotman**, 1999, De opmars van financiering en beleggingen. Universiteit Maastricht, Erasmus Universiteit Rotterdam, Universiteit van Maastricht.
- Kousemaeker**, F. de, M.A.J.C.M. van **Agt**, 2006, Praktijkaspecten vastgoed. Wolters-Noordhoff Groningen, Houten.
- Langens**, E., 2002, het aanvangsrendement benaderd vanuit drie verschillende invalshoeken, Universiteit van Amsterdam
- Langerak**, M., 2010, Determinanten van de van de vermogensstructuur. Rijksuniversiteit Groningen (RUG).
- Le Loux**, P.W.J., 1998-2000, Collegedictaat Investeringsselectie, van onderzoek naar cash flow prognose, semester III, SBV, Amsterdam, niet gepubliceerd.
- Minsky**, H.P., 1966, Financial Instability revisited: The economics of disaster.
- Nederlandse Vereniging van Banken (NVB)**, 2011, Algemene bedrijfsinformatie: rol bankwezen.
- Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA)**, 2011, publieke managementletter over het commercieel vastgoed: zeg waar het op staat.
- Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa)**, 2011, Monitor Financiële Sector: notitie bij sectorstudie Vastgoedfinanciering, SEO Economisch onderzoek.
- NRC**, 2007, Artikel: Nederland moet spil van Islamitisch bankieren worden.
- PropertyNL**
2004, Artikel: Opmars van buitenlandse vastgoedfinanciers.
2005, Artikel: Financiers worstelen met leegstand.
2009, Artikel: Gebruikersmarkt meer dan gehalveerd in eerste kwartaal.
2011, NIBC Bank plaatst 500 mln euro aan covered bonds.
Nieuwsoverzicht 2000 – 2011
- Raadgever**, E.M., 2009, De fiscale beleggingsinstelling. Een rechtsvergelijkend onderzoek ten behoeve van het collectief beleggen in vastgoed. Universiteit van Tilburg.
- Rabobank**
2010, Themabericht 2010/11: Liquiditeitseisen uit Bazel maken bankieren een stuk lastiger.

- 2011, Themabericht 2011/02: Kredietcrisis neemt hypotheekfinanciering eurolanden de maat.
- Reinhart, C.M., K.S. Rogoff**, 2008, This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. NBER Working Paper.
- Riaskoff, I.**, 2007, De Toegevoegde Waarde van Australische Real Estate Investment Trusts in de REIT Portefeuilles van Nederlandse Institutionele Beleggers.
- Rust, W.N.J., F. Seyffert, A.C. den Heijer, J.P. Soeter**, 1997, Vastgoed financieel, theorie en toepassing van de financiële rekenkunde in de vastgoed-praktijk. Management studiecentrum, Vlaardingen.
- Schoor, R. van de**, 2010, De beoordeling van kredietrisico van commerciële vastgoedfinanciering. Een vergelijking van de ratingmethode tussen commerciële banken en credit rating agencies. Amsterdam School of Real Estate (ASRE).
- Schütte, A., P. Schoonhoven, I. Dolmans-Budé**, 2002, Commercieel vastgoed. Berenschot Osborne B.V./ Elsevier bedrijfsinformatie bv.
- Shefrin, H., M. Statman**, 1993, Behavioral aspects of the design and marketing of financial products, Financial Management.
- Soppe, A.B.M.**, 1998, Ethiek op financiële markten, Economisch statistische berichten.
- Statline.CBS**,
2003, Hypotheken op onroerende goederen.
2010, Waarde onroerende zaken.
2010, Financiële instellingen balans.
- Statman, M.**,
2002, Lottery players / stock traders, Financial Analysts Journal.
2004, What do investors want? The Journal of Portfolio Management.
- Taytas, F.**, 2008, Bazel II & de gevolgen voor het management van de banken. University of Twente.
- Uittenbogaard, L.B., G.A. Vos**, 1996, Waardebepaling Vastgoed, enkele actuele ontwikkelingen.
- Urff, E.**, 2010, Value based management
- Van Boom & Slettenhaar**, 2007-2008, Beleggen in Vastgoed.
- Vastgoedmarkt**
2010, Artikel: Taxatiemodel DTZ Zadelhoff.
2011, Artikel: Securitisiemarkt herstelt voorzichtig.
2011, Artikel: Scherpere eisen voor financiële diensten.
2011, Artikel: ECB en Bank of England handhaven rentetarieven.
2011, Artikel: Resultaten VastNed O/I verder onderuit.
2011, Artikel: SNSPF moet nog honderden miljoenen euro's afboeken.
2011, Artikel: Optimisme over Europees vastgoed.
2011, Artikel: AFM mist sterke koepel voor fondsen.
- Verschuren, P., H. Doorewaard**, 2007, Het ontwerpen van een onderzoek. Boom Lemma uitgevers.
- Verbond van Verzekeraars**, 2007, Solvency II-richtlijn officieel gepresenteerd.
- Vesteda**, 2010, Persbericht: Primeur voor Vesteda: eerste CMBS-transactie in 2010 met programma van EUR 350 mln.
- Vlis, A. J. van der**, 2009, Bellenblazen? De economie van vastgoedontwikkeling. Rijksuniversiteit Groningen (RUG).
- Volkskrant de**, 2011, Analyse Bankenbelasting: Banken makkelijke prooi voor politici op zoek naar geld.
- VPRO**, 2011, Programma: Tegenlicht Allah, vrouwen en de bank.
- Vrensen, H.**, 2011, Artikel Vastgoedmarkt: Er stroomt veel geld naar de vastgoedmarkt. DTZ Londen.