

The background of the top half of the slide features a series of stylized hands in various colors (yellow, dark red, orange, and grey) reaching upwards. Each hand has a white dollar sign (\$) on its palm. The hands are arranged in a way that they appear to be holding or supporting the text below.

Alternatief financieren

*'van de initiatief- en planontwikkelingsfase
van het realiseren van woningen'*





Alternatief financieren

*'van de initiatief- en planontwikkelingsfase
van het realiseren van woningen'*

4 januari 2015, Versie 1.0

Student: Jeroen Postma
Studentnummer: 148151
Telefoonnummer: 06 42419622
Email: jeroenpostma1993@gmail.com

Saxion Hogescholen Enschede
Vastgoed & Makelaardij
Academie Bestuur, Recht & Ruimte

Afstudeerbegeleider: Rob Veenhoven
Telefoonnummer: 0653894998
Email: r.veenhoven@saxion.nl

Tweede lezer: Sander de Groot
Telefoonnummer: 0651092938
Email: s.degroot@saxion.nl

Opdrachtgever: Ter Steege Bouw Vastgoed
Reggesingel 32
7460 AE, RIJSSSEN

Contactpersoon: Johan Jansen
Telefoonnummer: 0548-533215
Email: j.jansen@tersteegegroep.nl



Ter Steege Groep

MEER DAN 100 JAAR MET ELKAAR



Samenvatting

Het onderzoek is verricht ten behoeve van het afstuderen aan de opleiding Vastgoed & Makelaardij te Enschede en in externe opdracht van Ter Steege Groep te Rijssen. De doelstelling ten behoeve van het onderzoek was; *een overzicht maken van de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen*. De daaraan gerelateerde probleemstelling welke centraal stond binnen het onderzoek was; *wat zijn de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?* Het onderzoek is opgebouwd middels een theoretisch kader, praktijkonderzoek en een analytisch onderzoek. Het theoretisch kader krijgt vorm middels literatuuronderzoek, het praktijkonderzoek middels interviews en het analytische onderzoek middels analyse.

De eerste deelvraag van het onderzoek is; *‘wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?’*. Binnen het woningsegment wordt geen onderscheid gemaakt in koop- huurwoningen. Wel wordt binnen de kaders van dit onderzoek uitsluitend uitgegaan van de realisatie van nieuwbouwwoningen. Het onderzoek speelt zich af binnen de initiatief- en planontwikkelingsfase van het realiseren van woningen. Uit literatuuronderzoek is gebleken dat in de initiatief- en planontwikkelingsfase nog geen eindgebruiker in beeld is. Hierdoor zijn veel risico's aan de initiatief- en planontwikkelingsfase verbonden, deze risico's zijn de planontwikkelingsrisico's, grondexploitatie risico's, publiekrechtelijke risico's en het afzetrisico. Naast deze vele risico's is gebleken dat de woningrealisatie een positief effect kan hebben op een gebied door de ruimtelijke ontwikkeling.

De tweede deelvraag luidt; *‘welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?’*. Ter beantwoording van deze deelvraag zijn factoren van financiering onderzocht en alternatieve financieringsvormen toegelicht. De eerste uitkomst van deze deelvraag is dat de initiatief- en planontwikkelingsfase middels extern eigen vermogen of mezzanine leningen gefinancierd dienen te worden, gezien de vele risico's welke in deze fasen aanwezig zijn.. Daarnaast is gebleken dat de alternatieve financieringsvormen tevens in extern eigen vermogen en mezzanine leningen zijn te verdelen. Die verdeling is als volgt te visualiseren:

- | | |
|----------------------------|----------------------------|
| - Eigen vermogen | - Vreemd vermogen |
| - Extern eigen vermogen | - Mezzanine lening |
| - opportunity fondsen | - opportunity fondsen |
| - vermogende particulieren | - vermogende particulieren |
| - institutionele beleggers | - institutionele beleggers |

De factoren van financiering zijn onder te verdelen in factoren van financiering welke uitsluitend voor vreemd vermogen financieringen gelden en de krediettechnische aspecten die voor zowel eigen- als vreemd vermogen gelden. De financieringsfactoren vreemd vermogen zijn: de DSCR, de LTV en de zekerheden. De krediettechnische aspecten welke inzicht geven in zowel eigen- als vreemd vermogen financiering zijn: hoofdsom, aflossing, looptijd, vergoeding, risico. De extern eigen vermogen financieringsvormen die input zijn geweest voor het onderzoek zijn; de vastgoed C.V., crowdfunding en private equity. De mezzanine leningen welke input zijn geweest voor het onderzoek zijn; vastgoedobligaties, de kredietunie en private debt.

Het theoretisch kader wordt afgerond met de derde deelvraag van het onderzoek. Deze deelvraag luidt; *‘in hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?’*. Ter beantwoording van deze deelvraag zijn de uitkomsten uit voorgaande twee hoofdstukken nader onderzocht en zijn deze uitkomsten gecombineerd. Dit heeft geresulteerd in een tabel waarmee de factoren van financiering aan de alternatieve financieringsvormen worden getoetst. Daarnaast zijn de voor- en nadelen van de alternatieve financieringsvormen vergeleken. De uitkomsten hebben vorm gekregen door tabel 4.1, 4.2 en 4.3. Deze tabellen, welke zijn ingevuld op basis van het theoretisch kader, zijn input geweest voor de interviews die zijn gehouden ten behoeve van de beantwoording van deelvraag vier.

Het praktijkonderzoek kreeg vorm door de volgende deelvraag; *'hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?'*. Om deze deelvraag te beantwoorden zijn interviews gehouden. In totaal zijn dit vijf interviews geweest waarin de tabellen, welke zijn opgesteld op basis van het theoretisch kader, centraal stonden. De uitkomsten van de interviews hebben tot optimalisatie van de tabellen geleid. De nog ontbrekende factoren zijn ingevuld en de tabel is uitgebreid met de factor van financiering 'financieringskosten'. De voor- en nadelen op basis van het theoretisch kader gaven een goed beeld van de realiteit.

In deelvraag met betrekking tot de conclusie en aanbevelingen is; *'welke conclusies zijn te trekken, en welke aanbevelingen kunnen worden gedaan, na afronding van het theoretisch kader en de aanvullingen uit het praktijkonderzoek?'*. Naast deze deelvraag staat de beantwoording van de probleemstelling centraal. Na afronding van zowel het theoretisch kader als het praktijkonderzoek is geconcludeerd dat crowdfunding en private debt een alternatief kunnen zijn voor de financiering van de kosten welke worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen. Dit heeft te maken met het feit dat deze financieringsvormen vorm kunnen krijgen als een projectfinanciering. Daarnaast kan middels private debt een onderliggende zekerheid worden verkregen op de grond. Middels crowdfunding kunnen kleine bedragen worden gefinancierd waardoor de financier het risico grote verliezen ontwijkt. Over de wijze waarop deze financieringen exact toe te passen is kan op basis van dit onderzoek geen uitspraak worden gedaan. Dit is eventueel een interessant onderwerp om een vervolgonderzoek op te baseren.

Voorwoord

Voor u ligt het adviesrapport welke het resultaat is van uitgebreid onderzoek naar de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen. Middels dit rapport wil ik Ter Steege Groep inzicht verschaffen in de mogelijk- en onmogelijkheden met betrekking tot dit onderwerp.

Ik ben ruim zeven maanden bezig geweest met het onderzoek, wat heeft geresulteerd in de voor u liggende scriptie. Het proces van het onderzoek is met ups en downs verlopen, maar uiteindelijk heeft dat geen kwalitatieve invloed gehad op het eindresultaat en wellicht is dat eindresultaat zelfs beter geworden.

Een aantal personen wil ik nadrukkelijk bedanken voor hun bijdrage aan dit rapport. Te beginnen met Ter Steege Groep in haar algemeen, zij hebben mij de ruimte, tijd en mogelijkheid geboden om mijn afstudeeronderzoek uit te voeren. Binnen Ter Steege Groep wil ik met name Johan Jansen persoonlijk bedanken voor de begeleiding die hij heeft gegeven door elke week een uur van zijn tijd voor mij vrij te maken. Daarnaast wil ik Hendrik van Zadelhoff, Diana Gunckel, Jeroen Willems, Frank Wijlens en Marc Westerhof bedanken voor hun kennis en expertise welke input is geweest voor dit onderzoek.

Tevens binnen mijn opleiding wil ik een tweetal personen bedanken, dit zijn Sander de Groot en Rob Veenhoven. Dhr. de Groot was in eerste instantie mijn eerste begeleider en heeft mij bij het plan van aanpak en eerste deel van de scriptie begeleid. Daarna heeft een wissel plaatsgevonden door een overvol takenpakket van Dhr. de Groot, hierna heeft Dhr. Veenhoven het overgenomen. Op dit moment zat ik redelijk vast in mijn proces en Dhr. Veenhoven heeft weer nieuwe inzichten gegeven waardoor alles voor mijn gevoel in een stroomversnelling kwam, waarvoor ik heel dankbaar ben. Deze nieuwe blik op mijn onderzoek had ik nodig om tot het resultaat te komen welke nu voor u ligt. Al met al heeft het proces te lang geduurd, waardoor ook de scherpste en motivatie op bepaalde momenten niet aanwezig waren. Maar uiteindelijk heeft alle moeite zich uitbetaald in de volgende scriptie, waarmee ik u veel leesplezier wens.

Jeroen Postma

10 november 2015

INHOUDSOPGAVE

1. Onderzoeksstructuur	1
1.1 Probleemomschrijving	1
1.1.1 Aanleiding	
1.1.2 Doelstelling	
1.1.3 Probleemstelling	
1.1.4 Deelvragen	
1.2 Onderzoeksaanpak	4
1.2.1 Onderzoeksaanpak	
1.2.2 Onderzoeksmodel	
1.2.3 Kwaliteit van onderzoek	
1.3 Leeswijzer	10
 2. Woningrealisatie	 12
2.1 Inleiding	12
2.2 Woonruimtemarkt	12
2.3 Woningrealisatie	13
2.4 Conclusie	15
 3. Alternatief financieren	 16
3.1 Inleiding	16
3.2 Financiering woningrealisatie	16
3.3 Factoren voor financiering	18
3.3.1 Financieringsratio's	
3.3.2 Krediettechnische aspecten	
3.4 Alternatieve financieringsvormen	20
3.4.1 Traditionele financieringsvormen	
3.4.2 Nieuwe alternatieve financieringsvormen	
3.5 Conclusie	24
 4. Overzicht alternatieve financieringsvormen	 25
4.1 Inleiding	25
4.2 Factoren van financiering	25
4.3 Voor- en nadelen alternatieve financieringsvormen	28
4.4 Conclusie	30

5. Praktijkonderzoek	32
5.1 Inleiding	32
5.2 Onderzoeksmethode beschrijving	32
5.2.1 Beschrijving methoden	
5.2.2 Populatie	
5.3 Onderzoeksmethode dataverzameling	33
5.3.1 Uitbreiding tabel 4.1	
5.3.2 Factoren van financiering	
5.3.3 Voor- en nadelen	
5.4 Onderzoeksmethode dataverwerking	35
5.5 Conclusie	39
6. Conclusies en aanbevelingen	42
6.1 Inleiding	42
6.2 Conclusie	42
6.3 Aanbevelingen	45
6.4 Reflectie	45
LITERATUURLIJST	47
BIJLAGEN	50

1. ONDERZOEKSSTRUCTUUR

Dit hoofdstuk geeft de aanleiding weer van het schrijven van het afstudeeronderzoek. Aan de hand van de doel- en probleemstellingen zijn deelvragen opgesteld. Daarna wordt het onderzoeksmodel weergegeven en toegelicht. In de laatste paragraaf wordt in de leeswijzer de structuur van het onderzoek weergegeven.

1.1 Probleemomschrijving

In deze paragraaf wordt als eerste stap het probleem geïntroduceerd. Hierin wordt kernachtig het probleem weergegeven. Daarna worden de doelstelling en probleemstelling geformuleerd. Vervolgens worden deelvragen opgesteld welke ondersteunend zijn aan de beantwoording van de probleemstelling.

1.1.1 Aanleiding

De aanleiding om onderzoek te doen ontstaat vanuit een bestaand probleem. Een praktijkgericht probleem binnen de vastgoedontwikkeling is de financiering van projecten. Onderstaand wordt het probleem binnen het kader van dit onderzoek geïntroduceerd.

Door het uitbreken van de kredietcrisis zijn banken steeds voorzichtiger geworden in het verstrekken van financieringen. Dit is tevens van toepassing op de vastgoedmarkt, welke te kampen heeft gehad met de economische crisis. *“De banken zijn duidelijk voorzichtiger met het geven van een fiat voor financieringsaanvragen. Banken blijven krediet verstrekken, maar kijken strenger naar de risico’s die ze nemen en naar de voorwaarden die ze daarbij stellen”* (Weg, 2014).

Door de crisis, met Basel III als gevolg, is alternatief financieren een groeiende markt (Mouwen, 2012). Basel III is een akkoord welke betrekking heeft op de bancaire sector. In dit akkoord staan verscherpte eisen die banken moeten hanteren bij het beoordelen van financieringsaanvragen. Vooral de vastgoedontwikkelingen zullen hierdoor hard worden getroffen (Ernst & Young, 2013). Dit komt mede door het feit dat vastgoedfinancieringen aan de hoogste risicocategorie zijn toegevoegd (Wielen, 2014). Het gevolg hiervan is dat meer financieringsaanvragen worden geweigerd en nieuwe initiatieven ontstaan tot alternatief financieren (Burgwal, 2013). Deze nieuwe realiteit vraagt om alternatieven van structurering en financiering van projecten (NEPROM, 2014).

De financiering van een vastgoedontwikkeling is een risicovolle financiering omdat de toekomstige opbrengsten nog onduidelijk zijn (Nozeman, 2013). Dit is mede oorzaak dat vastgoedontwikkeling complexer is dan ooit. Vastgoedontwikkelaars krijgen te maken met kleinere afzetmarkten, schaarse grondposities en een moeilijkere verkrijgbare externe financiering (PwC, 2014). Daarnaast moet de ontwikkelaar grond of een gebouw verwerven zonder dat helder is of de ontwikkeling haalbaar is (Gool, 2013). Tevens een risico bij het verkrijgen van een financiering is dat de huidige waarde moeilijk is vast te stellen. Dit komt omdat pas waarde aanwezig is na oplevering (Gool, 2013). De eisen aan voorverkoop en –verhuur vanuit de bank spelen een rol bij een steeds moeilijkere verkrijgbare bancaire financiering. Wanneer deze eisen aan verkoop zijn gehaald kan een bancaire financiering worden verkregen en kan de bouw beginnen (Berkhout, 2013). Hierdoor speelt de financieringsproblematiek in de beginfase van de ontwikkeling, wanneer de eindgebruiker nog niet in beeld is.

Deze beginfase omvat de initiatief- en planontwikkelingsfase (Nozeman, 2013). Deze fasen gaan aan de realisatie en verkoopfase vooraf. In de initiatief- en planontwikkelingsfase wordt een plan opgezet welke gerealiseerd moet worden op een beoogde locatie. Wanneer de grond is aangekocht wordt het plan op haalbaarheid getoetst en worden meerdere kosten gemaakt welke aan de bouw vooraf gaan (Nozeman, 2013). In deze fasen is de eindgebruiker nog niet in beeld. Hierdoor is de financiering in deze fasen moeilijker en risicovoller dan wanneer woningen verkocht zijn. Dit heeft te maken met de niet aanwezige zekerheid op een positieve kasstroom (Nozeman, 2013).

Ter Steege Bouw Vastgoed heeft in de initiatief- en planontwikkelingsfase de ervaring dat de bank voorheen 80%, of meer van de gehele vermogensbehoefte van een project wilde financieren. Dit gebeurde niet alleen op waarde van de onderliggende zekerheid maar tevens op basis van het vertrouwen en de vermogenspositie van de onderneming. Door bovenstaande factoren zijn de verhoudingen anders geworden. Banken financieren slechts nog op basis van de waarde van onderliggende zekerheden. Daarnaast zijn de percentages drastisch verlaagd. Een reëel beeld waarmee Ter Steege Bouw Vastgoed mee is geconfronteerd is dat de banken slechts 20% tot 40% willen financieren van de onderliggende waarde. Ter Steege Bouw Vastgoed beschikt niet over de liquiditeit om al het overige zelf te financieren. Om deze reden wil Ter Steege Bouw Vastgoed inzicht verkrijgen in alternatieve financieringsvormen voor de beginfase van het ontwikkelingsproces, wanneer er nog geen eindgebruiker is. Dit vormt de aanleiding voor Ter Steege Bouw Vastgoed om inzicht te willen verkrijgen in welke financieringsvormen een alternatief kunnen zijn voor de financiering van de kosten die gemaakt worden in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen.

1.1.2 Doelstelling

In deze paragraaf wordt de doelstelling van het onderzoek duidelijk. Deze doelstelling is opgesplitst in een externe- en interne doelstelling. De externe doelstelling betreft de doelstelling van de opdrachtgever, de interne doelstelling betreft de doelstelling van het onderzoek.

Extern: Ter Steege Bouw Vastgoed wil inzicht verkrijgen in welke financieringsvormen een alternatief kunnen zijn voor de kosten welke worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen.

Intern: Een overzicht maken van de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen.

1.1.3 Probleemstelling

Onderstaand is de probleemstelling geformuleerd welke centraal staat binnen het uiteindelijk op te leveren rapport. Het doel is deze probleemstelling te beantwoorden in het rapport.

Wat zijn de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?

1.1.4 Deelvragen

Deze probleemstelling zal worden beantwoord middels de onderstaande deelvragen. De eerste drie deelvragen betreffen het theoretisch kader. De vierde deelvraag betreft het praktijkgerichte onderdeel van het onderzoek. Ten slotte zullen conclusies en aanbevelingen worden geschreven, dit betreft het analytische gedeelte van het onderzoek.

- | | |
|---|---------------|
| 1. Wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen? | <u>I</u> |
| 2. Welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen? | <u>I</u> |
| 3. In hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader? | <u>I</u> |
| 4. Hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie? | <u>P</u> |
| 5. Welke conclusies zijn te trekken, en welke aanbevelingen kunnen worden gedaan, na afronding van het theoretisch kader en de aanvullingen uit het praktijkonderzoek? | <u>A</u>
- |

1.2 Onderzoeksopzet

De onderzoeksopzet geeft weer hoe het onderzoek vorm gaat krijgen en op welke wijze dit aangepakt wordt. Als eerste stap wordt de onderzoeksaanpak in kaart gebracht. Daarna is middels het onderzoeksmodel een schematische weergave van het onderzoek weergegeven. Als laatste stap is de kwaliteit van onderzoek weergegeven en op welke wijze deze wordt gewaarborgd.

1.2.1 Onderzoeksaanpak

In deze paragraaf wordt toegelicht welke onderzoeksmethoden worden gebruikt binnen het onderzoek en hoe deze vorm krijgen. De methode wordt per opgestelde deelvraag toegelicht.

1. *Wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?* **[H2]**

Deze deelvraag behoort tot het theoretisch kader van het onderzoek. Deze deelvraag zal worden beantwoord middels deskresearch. Dit betreft informatie verzamelen op het internet. Tevens wordt literatuur geraadpleegd zoals Onroerend goed als belegging (Gool, Onroerend goed als belegging, 2013) en Handboek Projectontwikkeling (Nozeman, 2010). Deze deelvraag betreft een deel van de afbakening van het onderzoek. Daarnaast wordt gekeken welke specifieke factoren de markt van het realiseren van woningen kent, welke gevolgen hebben voor de financiering.

2. *Welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?* **[H3]**

Deze deelvraag behoort tot het theoretisch kader en zal worden beantwoord middels deskresearch. De boeken Basisboek Vastgoedfinanciering (Berkhout, 2013), Onroerend Goed als belegging (Gool, 2013) en Handboek Projectontwikkeling (Nozeman, 2010) kunnen worden geraadpleegd. Daarnaast betreft het verwerven van informatie op het internet. Internetsites en rapportages van gerenommeerde financiers als ABN Amro, ING en Rabobank (FGH) kunnen worden geraadpleegd. Daarnaast kunnen sites en rapportages van marktpartijen worden geraadpleegd welke gespecialiseerd zijn in alternatieve financieringen als Douw & Koren (Douw & Koren, 2014) en Bouwaandeel (Bouwaandeel, 2014). Gekeken wordt naar onder andere kengetallen die een beeld geven over de financiering. Deze kengetallen kunnen een beeld geven over hoe de financiering gestructureerd is. Daarna wordt gekeken in hoeverre deze factoren een rol spelen in het bepalen van de voor- en nadelen van een financiering. De alternatieve financieringsvormen welke onderdeel van de beantwoording zijn, zijn de input voor het verdere onderzoek.

3. *In hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?* **[H4]**

Dit betreft de laatste deelvraag met betrekking tot het theoretische kader van het onderzoek. Om deze deelvraag te kunnen beantwoorden zullen de tevens hiervoor benoemde boeken Basisboek Vastgoedfinanciering (Berkhout, 2013) en Onroerend goed als belegging (Gool, 2013) worden geraadpleegd. Deze deelvraag zal een overzicht van alternatieve financieringsvormen als eindproduct hebben. Dit overzicht krijgt vorm aan de hand van meerdere factoren waar vanuit het theoretisch kader waarvan is gebleken dat deze factoren invloed hebben op de alternatieve financieringsvormen. Aan de hand hiervan wordt bepaald in hoeverre voor- en nadelen geformuleerd kunnen worden voor de alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten welke worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase met betrekking tot het realiseren van woningen.

4. *Hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?* **[H5]**

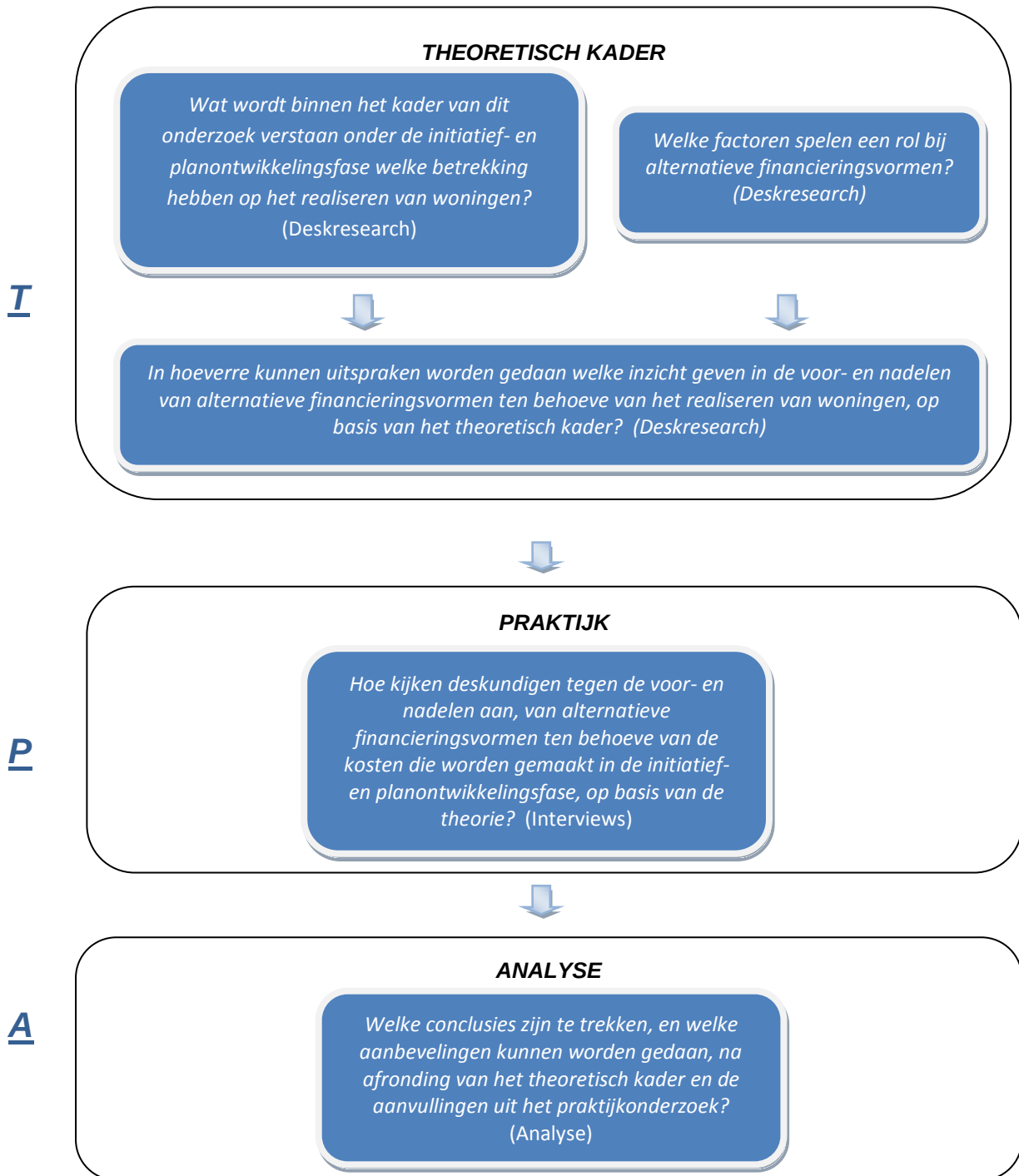
Dit betreft de praktijkgerichte deelvraag. Deze vraag zal worden beantwoord door interviews af te nemen met deskundigen op het gebied van vastgoedfinanciering en alternatieve financiering. Het doel van deze interviews is het verwerven van een kritische blik op de geformuleerde voor- en nadelen. Daarnaast kunnen de deskundigen hun visie laten blijken op het alternatief financieren ten behoeve van het realiseren van woningen. Op basis van het theoretisch kader kunnen onduidelijkheden blijven ontstaan, tevens kunnen deze gaten in de theorie worden opgevuld met de kennis van de deskundigen. Deze interviews zullen worden afgenomen in de vorm van (deels) open interviews. Een vragenlijst wordt opgesteld, maar ruimte blijft voor inbreng van de geïnterviewde (Verhoeven, 2011). Volledig gestructureerde interviews zijn niet flexibel en daardoor niet geschikt voor kwalitatief onderzoek (Reulink, 2005). De specifieke onderzoeksmethoden zullen in hoofdstuk vijf in detail worden beschreven. Het antwoord op deze deelvraag zal worden gebruikt ter optimalisatie van het onderzoek.

5. *Welke conclusies zijn te trekken, en welke aanbevelingen kunnen worden gedaan, na afronding van het theoretisch kader en de aanvullingen uit het praktijkonderzoek?* **[H6]**

Dit betreft de analysevraag van het onderzoek. Nadat het theoretisch kader en het praktijk gedeelte van het onderzoek zijn afgerond kunnen de uitkomsten worden geanalyseerd. Dit betreft het analyse gedeelte van het onderzoek. Na afronding van het analyse gedeelte is middels de TPA structuur het onderzoek afgerond. Hierna kan de centrale probleemstelling worden beantwoord.

1.2.2 Onderzoeksmodel

Het onderzoeksmodel staat op afbeelding 1.1 weergegeven. Het model dient ervoor om schematisch de opzet van het onderzoek in beeld te brengen. De verhouding tussen de deelvragen is weergegeven middels blauwe kaders en de pijlen geven de onderlinge samenhang weer. Daarnaast geven de zwart omrande kaders de theorie, praktijk, analyse verhouding weer. Tevens is een tekstuele toelichting gegeven op dit model.



Afbeelding 1.1 Onderzoeksmodel (Eigen bewerking, 2015)

Het theoretisch kader van het onderzoek omvat de eerste drie deelvragen. De eerste deelvraag brengt in kaart wat binnen het kader van dit onderzoek wordt verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase van het realiseren van woningen. Deze deelvraag betreft een deel van de afbakening van het onderzoek. In dit hoofdstuk worden de begrippen 'woningen' en 'realiseren' en benoemde fasen welke daaraan gerelateerd zijn nader toegelicht en afgebakend.

De tweede deelvraag brengt in kaart welke factoren invloed kunnen hebben op een financiering. In kaart wordt gebracht in welke mate en op welke wijze deze factoren een rol spelen bij alternatieve financieringsvormen. Daarna wordt de vertaling gemaakt naar wat alternatieve financiering inhoudt en welke mogelijkheden er qua vormen zijn. De alternatieve financieringsvormen welke onderdeel van de beantwoording zijn, zijn de input voor het verdere onderzoek.

Deze twee deelvragen vormen de input vanuit de theorie voor hoofdstuk vier. Aan de hand van de gedane bevindingen en gefilterde factoren, op basis van de theorie, kunnen voor- en nadelen worden geformuleerd welke aangeven welke financieringsvorm ten behoeve van de kosten van de initiatief- en planontwikkelingsfase een alternatief kan zijn. Per alternatieve financieringsvorm zal een onderbouwing worden gegeven op basis van de uit de theorie opgedane kennis. Mochten er onduidelijkheden blijven bestaan, vormen deze onduidelijkheden input voor het praktijkonderzoek.

Het praktijkgedeelte van het onderzoek betreft interviews met deskundigen. Een doel van deze interviews is het verwerven van kritiek met betrekking tot de geformuleerde voor- en nadelen. Op basis van het theoretisch kader kunnen onduidelijkheden blijven ontstaan, tevens kunnen deze gaten in de theorie worden opgevuld met de kennis van de deskundigen. Tevens is een doel van deze interviews het verwerven van aanbevelingen hoe de bevindingen eventueel verbeterd en/of aangevuld kan worden. De specifieke onderzoeksmethoden zullen in hoofdstuk vijf in detail worden beschreven.

Ten slotte worden de conclusie en aanbevelingen geschreven. Dit betreft het analytische deel van het onderzoek. Deze conclusie en aanbevelingen geven weer welke financieringsvormen geschikt kunnen zijn binnen het kader van het realiseren van woningen. Deze conclusies en aanbevelingen kunnen worden geformuleerd door de voor- en nadelen welke zijn gebleken uit het onderzoek. Na afronding van zowel het theoretisch kader, het praktijkonderzoek en de analytische deelvraag kan de probleemstelling worden beantwoord.

1.2.3 Kwaliteit van onderzoek

In deze paragraaf wordt beschreven hoe de kwaliteit van het onderzoek wordt gewaarborgd. Deze kwaliteit wordt onderverdeeld in betrouwbaarheid, validiteit en bruikbaarheid. De validiteit is vervolgens onder te verdelen in externe, interne en begripsvaliditeit.

Betrouwbaarheid

De betrouwbaarheid van het onderzoek houdt in of het onderzoek (virtueel) herhaalbaar is (Verhoeven, 2011). Dit betekent in welke mate herhaalbare onderzoeken dezelfde uitkomsten hebben, dit geeft weer hoe betrouwbaar het onderzoek is. De betrouwbaarheid kan worden verhoogd door middel van een aantal stappen. Een doel van het onderzoek is om betrouwbare uitspraken te doen.

Binnen het theoretisch kader speelt de kwaliteit van de bronnen mee in de betrouwbaarheid van het onderzoek. Bronnen kunnen onder andere worden getoetst op geloofwaardigheid en betrouwbaarheid. Aspecten als de objectiviteit van de bron, het informatieve doeleinde van de bron en/of uitspraken weerlegd worden spelen mee in de beoordeling hiervan (EUR, 2015). Hiermee kan rekening worden gehouden door gebruik te maken van erkende literatuur en gerenommeerde marktpartijen. Daarom worden voor dit onderzoek de boeken Onroerend goed als belegging, Basisboek Vastgoedfinanciering en Handboek Projectontwikkeling gebruikt. Dit zijn boeken welke tevens voor de opleiding Vastgoed & Makelaardij worden gebruikt. Tevens door het gebruik van informatie van marktpartijen die eventueel tegenstrijdige belangen hebben kan de betrouwbaarheid worden verhoogd. Op deze wijze worden elkaars uitspraken weerlegd.

De gemaakte analyses zullen meerdere malen doorgenomen worden. Verder zal gebruik worden gemaakt van triangulatie door desk- en field research te combineren (Verhoeven, 2011). Op deze wijze wordt de kennis welke uit de theorie is opgedaan gecontroleerd en/of aangevuld met de kennis uit de praktijk. Op deze wijze kunnen de verkregen gegevens versterkt en gecontroleerd worden door een andere methode

Tijdens het praktijkonderzoek (fieldresearch) wordt tijdens de verschillende interviews gebruik worden gemaakt van dezelfde vragenlijst, zodat elke geïnterviewde input heeft gegeven op hetzelfde onderwerp. Dit heet de standaardisering van methoden (Verhoeven, 2011). Dit bevordert ook de betrouwbaarheid van het onderzoek. Daarnaast kunnen interviews worden afgenomen met partijen welke uit ander invalshoek naar het onderwerp kijken. Op deze wijze wordt het onderwerp vanuit breed perspectief benaderd. Binnen het kader van dit onderzoek kunnen dat een financier, ontwikkelaar, jurist en een bank zijn.

Validiteit

Validiteit betekent dat iets wordt gemeten wat beoogd wordt te meten (Verhoeven, 2011). De validiteit kan worden opgesplitst in externe, interne en begripsvaliditeit.

Externe validiteit

De externe validiteit wordt ook wel populatievaliditeit genoemd. Dit heeft te maken met de afspiegeling van de populatie welke wordt gebruikt bij een steekproef (Verhoeven, 2011). Dit bepaalt mede de reikwijdte van het onderzoek.

Bij kwalitatief onderzoek is de externe validiteit geen hoofddoel. Tevens wordt tijdens dit onderzoek geen steekproef of enquête afgenomen waardoor externe validiteit een minder belangrijke rol speelt. Wel worden (deels) gestructureerde interviews afgenomen met deskundigen op het gebied van alternatief financieren of vastgoedfinanciers.

Interne validiteit

Interne validiteit betekent of het verband kan worden aangetoond tussen de gevonden informatie en de probleemstelling (Verhoeven, 2011). Oftewel worden de juiste conclusies getrokken, conclusies welke standhouden na kritiek getuigen van een sterke interne validiteit.

De interne validiteit kan worden versterkt door onderliggende theorieën te gebruiken (Verhoeven, 2011). Onderliggende theorieën uit boeken als Basisboek Vastgoedfinanciering (Berkhout T., 2013), Onroerend goed als belegging (Gool, 2013) en Handboek Projectontwikkeling (Nozeman, 2010) zullen worden geraadpleegd. Deze boeken vormen voor een groot deel de input voor het theoretisch kader van het onderzoek. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van triangulatie. Dit betekent de combinatie tussen desk- en field research.

Begripsvaliditeit

Begripsvaliditeit houdt de eenduidigheid van de gebruikte begrippen in. De gebruikte begrippen dienen door het gehele onderzoek op eenzelfde wijze gebruikt te worden. Dit betreft met name de subjectieve begrippen. Daarnaast worden de gebruikte begrippen uit de probleemstelling in hoofdstuk 2 en 3 van het theoretisch kader afgebakend. Deze afbakening is leidend gedurende het gehele afstudeeronderzoek.

Bruikbaarheid

Een onderzoek dat niet valide en betrouwbaar is kan wel bruikbaar zijn om verschillende redenen. De bruikbaarheid van het onderzoek is het meest relevant binnen het kader van praktijkgericht onderzoek. Het doel van het onderzoek is dat opdrachtgever Ter Steege Bouw en Vastgoed bruikbare voor- en nadelen krijgt waarin de mogelijkheden met betrekking tot alternatief financieren zijn weergegeven.

Instrumentele bruikbaarheid

Wanneer een onderzoek instrumenteel bruikbaar is kunnen de resultaten van het onderzoek worden gebruikt om bijvoorbeeld beleid uit te stippelen (Verhoeven, 2011). Dit is een doelstelling van het onderzoek.

Het overzicht met betrekking tot de alternatieve financieringsvormen met de uiteindelijke beantwoording van de probleemstelling welke zijn voortgevloeid uit dit onderzoek kunnen input vormen voor financieringsbeslissingen van Ter Steege Bouw Vastgoed in de toekomst. Een project kan langs het overzicht van alternatieve financieringsvormen worden gelegd om te kijken welke factoren een positieve werking hebben op de alternatieve financierbaarheid van dat betreffende project, binnen de kaders van dit onderzoek.

Conceptuele bruikbaarheid

Wanneer een onderzoek conceptueel bruikbaar is kunnen de resultaten van het onderzoek worden ingezet om een discussie op te starten (Verhoeven, 2011).

Dit onderzoek kan gebruikt worden om een discussie op te starten, ondanks dat dit geen (hoofd)doelstelling van dit onderzoek is. De resultaten van het onderzoek kunnen worden gebruikt om te kijken of Ter Steege Bouw Vastgoed in de toekomst middels een alternatieve financieringsvorm de kosten van de initiatief- en planontwikkelingsfase met betrekking tot realiseren van woningen kan financieren.

1.3 Leeswijzer

De leeswijzer van het onderzoek geeft inzichtelijk weer welk onderwerp in welk hoofdstuk is te vinden. Na het eerste hoofdstuk waarin de onderzoeksopzet is te vinden, begint het tweede hoofdstuk met het realiseren van woningen in kaart te brengen. In hoofdstuk twee wordt de deelvraag *‘wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?’* beantwoord. Als eerste stap wordt de woonruimtemarkt in kaart gebracht. Deze stap dient ter afbakening van het onderzoek. Hierna wordt gekeken naar welke gevolgen de kenmerken van de initiatief- en planontwikkelingsfase van de woningrealisatie hebben met betrekking tot de financiering.

In hoofdstuk drie wordt de volgende deelvraag beantwoord: *Welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?* Als eerste stap wordt in kaart gebracht hoe financiering in haar werk gaat. In de tweede paragraaf worden verschillende ratio's toegelicht en op welke wijze deze ratio's voor- en nadelen van een financiering bepalen. In de derde paragraaf worden de krediettechnische aspecten weergegeven.

Daarna staat de deelvraag *in hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?’* centraal in het laatste hoofdstuk van het theoretisch kader. In dit hoofdstuk wordt de koppeling gemaakt tussen beide hoofdstukken en worden conclusies getrokken op basis van het theoretisch kader. De uitkomst van het theoretisch kader resulteert in twee tabellen. De eerste tabel omvat de factoren van financiering, de tweede tabel omvat de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm. Deze tabellen zijn onder andere input voor de interviews.

De deelvraag welke centraal staat bij het afnemen van de interviews is *‘hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?’*. De eerste paragraaf omvat de opzet van het interview met onderbouwing waarom de vragen worden gesteld, daarna worden de deskundigen geïntroduceerd. Waarna de laatste paragraaf de uitkomsten van de interviews omvat. De uitkomsten van de tabellen uit hoofdstuk vier zijn besproken en de deskundigen hebben hun visie daarop gegeven. Daarnaast is naar eventuele uitbreiding of verbetering van deze tabellen gevraagd.

Nadat het onderzoek is afgerond worden de conclusie en aanbevelingen geschreven. De deelvraag welke hierbij centraal staat luidt *‘welke conclusies zijn te trekken, en welke aanbevelingen kunnen worden gedaan, na afronding van het theoretisch kader en de aanvullingen uit het praktijkonderzoek?’*. Dit hoofdstuk dient ter afsluiting van het onderzoek, de laatste paragraaf van het onderzoek zullen de aanbevelingen omvatten.



Theoretisch kader

2. Het realiseren van woningen

3. Alternatief financieren

4. Overzicht alternatieve financieringsvormen

2. HET REALISEREN VAN WONINGEN

2.1 Inleiding

In het tweede hoofdstuk van dit onderzoek wordt het realiseren van woningen behandeld. In dit hoofdstuk wordt de deelvraag: *“Wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?”* beantwoord. Het doel van dit hoofdstuk is het afbakenen van het onderzoek en in kaart te brengen welke gevolgen de kenmerken van de initiatief- en planontwikkelingsfase hebben op de financiering van de kosten van deze fasen. Daarnaast wordt afgebakend wat onder woningen wordt verstaan en op welke deelmarkt dit onderzoek zich richt. De informatie in dit hoofdstuk dient enerzijds ter afbakening van het onderzoek en anderzijds dienen gevolgen die betrekking hebben op de financiering te worden gefilterd.

2.2 Woonruimtemarkt

De eerste stap die wordt gezet binnen het onderzoek is het in kaart brengen van wat de woonruimtemarkt inhoudt. Het doel van deze paragraaf is de afbakening van de woonruimtemarkt en de factoren welke invloed hebben op financieringen daarvan in kaart te brengen. De woonruimtemarkt kan onder andere worden opgedeeld in vraag en aanbod, koop- en huurwoningen en nieuwbouw- en bestaande woningen (Gool, 2013).

Evenals in elke economische markt speelt ook de woonruimtemarkt zich af op een spanningsveld tussen vraag en aanbod. Echter verschilt de vastgoedmarkt (waaronder de woonruimtemarkt) sterk van andere markten. Dit heeft grotendeels te maken met het aanbod, dat door verschillende redenen, niet op korte termijn aangepast kan worden ten behoeve van de vraag. Dit wordt ook wel de varkenscyclus genoemd (Gool, 2013). De vraag verandert sneller dan dat het aanbod gerealiseerd kan worden. Daarnaast kenmerkt de vraag op de woonruimtemarkt zich door meer globale factoren als demografie, betaalbaarheid, vertrouwensfactoren en trends (Gool, 2013). Deze vraag is een belangrijke pijler met betrekking tot de woonruimtemarkt. Mocht de woning niet worden verkocht dan wel verhuurd, dan zijn er ten slotte geen inkomsten.

Het vraaggestuurde aspect van de woonruimtemarkt hangt af per ontwikkeling, per regio, per locatie en per segment. Wanneer een particulier een keuze heeft gemaakt in deze globale factoren kan een specifiekere keuze gemaakt worden in onder andere de kwalitatieve vraag van de huishoudens. Deze vraag uit zich in vastgoedgerelateerde factoren als grootte, locatie en segment (huur- en koop segment) (Gool, 2013). Uiteindelijk is de markt niets anders dan de mening van alle participanten uitgedrukt in een prijs (Siks, 2015). Deze mening van alle participanten is sterk afhankelijk van de economie. Vanaf 2008 is de economie verslechterd, hierdoor ontstonden onzekere tijden (Hoek, 2008).

Deze onzekere tijden hadden tot gevolg dat huizenprijzen gingen dalen. Hierdoor ontstond voor het eerst in meer dan vijftien jaar een stijgende vraag, vanuit particulieren, naar huurwoningen (Gool, 2013). Dit mede doordat steeds betere huurwoningen werden gerealiseerd. Daarnaast is flexibiliteit een belangrijke reden voor deze vraag naar huurwoningen. Dit betekent flexibiliteit in meerdere opzichten. Zowel flexibiliteit met betrekking tot werkgelegenheid (vast contract of niet), flexibiliteit gericht op de toekomst (gezinsuitbreiding etc.) en flexibiliteit qua locatie (DTZ, 2015). Tevens spelen verscherpte hypotheekbeelden een rol in de verkrijgbaarheid van betaalbare koopwoningen (DTZ, 2015). De tweedeling tussen huur en koop zal altijd kenmerkend voor de woningmarkt blijven, de trend is momenteel echter zo dat de vraag naar huurwoningen stijgt. Het feit dat de economie weer langzaam aan het groeien is kan betekenen dat binnen enkele jaren de koopmarkt weer te maken krijgt met een stijgende vraag (Rietdijk, 2015). Daarnaast kan de woningtypologie een rol spelen in de vraag naar woningen. Voorbeelden van woningtypologieën zijn appartementen, twee-onder-een-kapwoningen, geschakelde woningen en vrijstaande woningen. Ten behoeve van de financiering is slechts te zeggen dat een vraaggestuurde ontwikkeling, onderbouwd door een marktanalyse, een financieringsaanvraag zal bespoedigen (Nozeman, 2013). Een marktanalyse valt echter buiten de kaders van dit onderzoek.

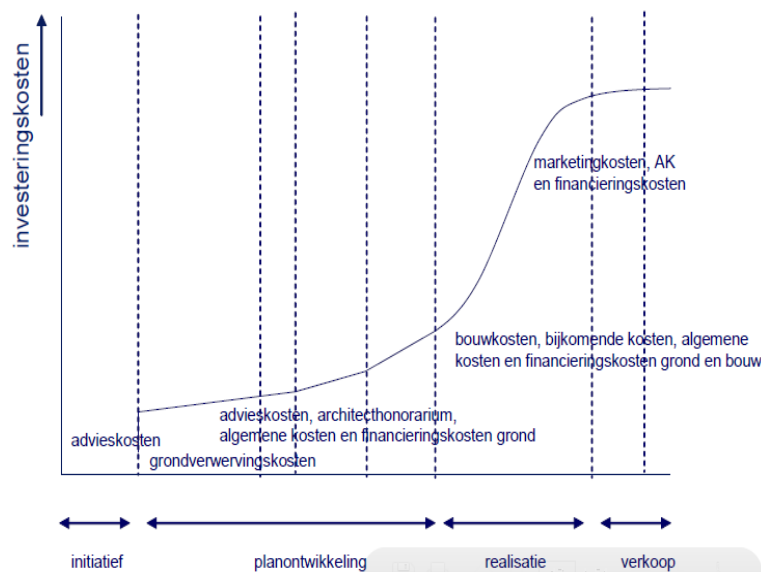
Hierdoor wordt uitsluitend een afbakening gemaakt ten behoeve van nieuwbouwwoningen. Dit onderzoek beperkt zich tot nieuwbouwwoningen. De definitie van nieuwbouwwoningen binnen het kader van dit onderzoek is: *‘woningen die worden gerealiseerd ten behoeve van eerste ingebruikname’*. De eerste ingebruikname is een term die wordt gebruikt binnen het belastingsrecht en houdt het volgende in: *‘eerste bewoner na oplevering’* (Huizer, 2012). Tevens kan de eerste ingebruikname van toepassing zijn bij herontwikkeling (Huizer, 2012), deze ingebruikname zal niet van toepassing zijn op dit onderzoek.

2.3 Woningrealisatie

De tweede stap is het in kaart brengen van het begrip ‘realiseren’. In deze paragraaf wordt daarom in kaart gebracht hoe het proces van de projectontwikkeling in haar werk gaat. Dit proces is onder te verdelen in vier fasen, deze worden toegelicht in subparagraaf 2.3.1. Nadat deze fasen zijn toegelicht worden de risico’s in kaart gebracht. De woningrealisatie kent vele risico’s. Deze risico’s hebben een negatieve werking op de financiering, daarom worden de risico’s in kaart gebracht in subparagraaf 2.3.2.

2.3.1 Fasen woningrealisatie

Het proces van de projectontwikkeling is te verdelen in vier fasen. Deze fasen zijn de initiatieffase, planontwikkelingsfase, realisatiefase en verkoopfase (Nozeman, 2013). Het verloop van deze fasen is gevisualiseerd in afbeelding 2.1. Naast de vier fasen is tevens het investeringskostenverloop gevisualiseerd.



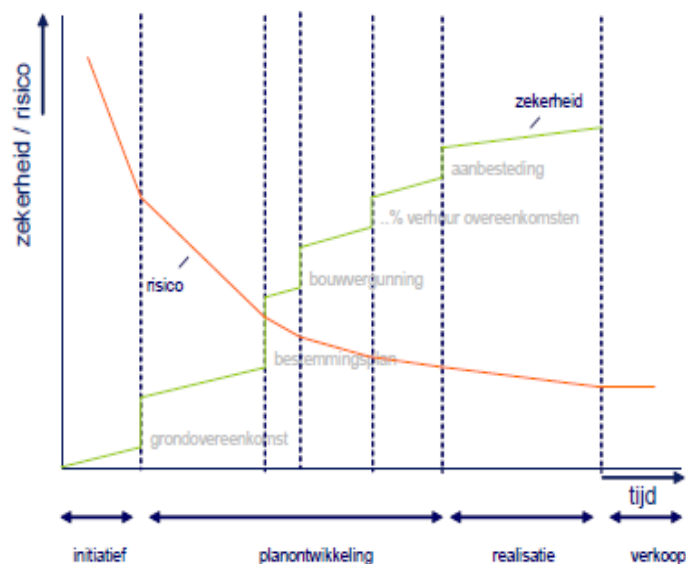
Afbeelding 2.1 Fasen en investeringskostenverloop projectontwikkeling (Huisman, 2007)

De initiatieffase speelt zich af wanneer een partij besluit op een locatie een vastgoedconcept te willen ontwikkelen (Nozeman, 2013). In deze fase worden de maatschappelijke, technische en bestuurlijke haalbaarheid onderzocht. De initiatieffase eindigt met de conclusie of het ontwerp op basis van dat onderzoek haalbaar is (Nozeman, 2013). Daarna gaat de planontwikkelingsfase in, in deze fase wordt het haalbaar bevonden plan nader uitgewerkt (Nozeman, 2013). In deze fase ontwikkelt het plan zich naar een uitvoerbaar plan, rekening houdende met de financieel-technisch, juridische, bouwkundige, markttechnische en maatschappelijke aspecten. Daarnaast wordt die grondpositie verworven en zijn de initiatiefnemers overtuigd van uitzicht op een winstgevend project. Aan het einde van de planontwikkelingsfase begint de start verkoop. Dit begint al aan het einde van deze fase, omdat pas gebouwd gaat worden wanneer een bepaald percentage van de te realiseren woningen is verkocht. De verkoop en exploitatiefase vallen buiten de kaders van het onderzoek. Dit onderzoek omvat daardoor de initiatief- en planontwikkelingsfase.

De investeringskosten welke in de initiatief- en planontwikkelingsfase gefinancierd dienen te worden staan tevens weergegeven in afbeelding 2.1. Deze investeringskosten betreffen advieskosten, grondverwervingskosten, algemene kosten, financieringskosten en het architectenhonorarium. De hoogte van deze investeringskosten zal afhankelijk van de grootte van de realisatie verschillen. Het verloop van investeringskosten van een woningrealisatie zal hetzelfde zijn als in afbeelding 2.1 gevisualiseerd. Tijdens het proces van de projectontwikkeling zijn de investeringskosten onevenredig verdeeld. De investeringskosten stijgen wanneer er gebouwd gaat worden. Gebouwd wordt echter pas wanneer een bepaald percentage van de te realiseren woningen zijn verkocht. Het onderzoek speelt zich af binnen de kaders van de initiatief- en planontwikkelingsfase. In deze fase stijgen de investeringskosten geleidelijk maar zijn de risico's welke betrekking hebben op doorgang van het project groot. In het verdere onderzoek wordt onder investeringskosten verstaan; alle kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase. De risico's welke in deze fase aanwezig zijn worden in volgende subparagraaf toegelicht.

2.3.2 Risico's woningrealisatie

Naast het kostenverloop gedurende de ontwikkeling is er tevens een risicoverloop. Waar de investeringskosten en zekerheden stijgen gedurende het project neemt het risico af. Dit is gevisualiseerd in afbeelding 2.2. De rode neergaande lijn geeft het risico weer, de groene strepen geven de zekerheid weer.



Afbeelding 2.2 Risicoverloop projectontwikkeling (Huisman, 2007)

In de initiatief- en planontwikkelingsfase zijn de volgende risico's aanwezig; planontwikkelingsrisico, grondexploitatie-risico, publiekrechtelijke risico's en het afzetrisico (Gool, 2013). Door de crisis is steeds meer de nadruk komen te liggen op de beheersing van deze risico's (Mackaaij, 2014). Het risico loopt af naar mate er meer zekerheden zijn op doorgang van de desbetreffende realisatie. Deze zekerheden zijn binnen de kaders van de initiatief- en planontwikkelingsfase; de grondovereenkomst, een goedgekeurd bestemmingsplan en een bouwvergunning.

Het planontwikkelingsrisico betreft de risico's die in de voorfase van een project gemaakt worden. Een risico is dat het plan niet doorgaat of dusdanig gewijzigd wordt dat dit vertraging met zich meebrengt. Daarnaast kunnen de kosten lager te laag worden ingeschat (Nozeman, 2013). Wanneer meer kosten zijn gemaakt dan begroot, heeft dit invloed op de financieringsbehoefte. Het programma staat nog niet vast omdat slechts sprake is van een indicatief ontwerp. Omwonenden en overige belanghebbenden kunnen nog bezwaar maken tegen de plannen waardoor het project kan vertragen (Huisman, 2007). In de fase dat dit risico speelt zijn doorgaans de drie benoemde zekerheden nog niet aanwezig.

De grondexploitatie-risico's zijn de risico's welke betrekking op de grond hebben. Zo kan een verwervingsrisico optreden. Mogelijk is er al een optie op de grond maar is de grond nog niet in eigendom van de ontwikkelaar en zijn nog onderhandelingen gaande over de hoogte van de grondprijs en bijbehorende voorwaarden (Nozeman, 2013). Dit risico kan worden afgenomen door de zekerheid van een grondovereenkomst. Wanneer deze aanwezig is, dan is de grond in eigendom en is een geschikte prijs gevonden voor zowel koper als verkoper (Huisman, 2007).

Het publiekrechtelijke risico betreft de vertraging die kan worden opgelopen door procedures omtrent vergunningen (Nozeman, 2013). De gemeente kan extra voorwaarden stellen waardoor vertraging kan worden opgelopen. Dit risico heeft samenhang met de zekerheden; bestemmingsplan en bouwvergunning. Wanneer deze zijn verleend zal dit risico zijn geminimaliseerd (Huisman, 2007).

Naast de risico's welke een negatieve werking kunnen hebben op de verkrijging van de financiering, is er tevens een kenmerk met een positieve werking. Dit heeft betrekking op de maatschappelijke relevantie die woningrealisatie met zich mee kan brengen (Gool, 2013). Dit heeft met name te maken wanneer er nieuwe invulling aan ruimtes wordt gegeven. Binnenstedelijke gebieden die door een nieuwe realisatie een verbeterde gedaante krijgen dragen deze maatschappelijke relevantie. Deze maatschappelijke relevantie kan een positieve werking kunnen hebben op het verkrijgen van een financiering (Gool, 2013). De risico's in de initiatief- en planontwikkelingsfase zijn dus dusdanig hoog dat geen partij te vinden zal zijn die het project geheel zal financieren (Huisman, 2007). Hierdoor wordt naar alternatieve financieringsvormen gezocht. Deze worden in volgend hoofdstuk onderzocht.

2.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de deelvraag *“Wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?”* beantwoord. Het doel van dit hoofdstuk is het afbakenen van het onderzoek en het in kaart te brengen welke gevolgen de aspecten van woningrealisatie hebben op de financiering van het realiseren van woningen.

Als eerste stap kan op basis van dit hoofdstuk antwoord worden gegeven op wat binnen het kader van dit onderzoek wordt verstaan onder het realiseren van woningen. De woningrealisatie betreft in dit onderzoek uitsluitend nieuwbouwwoningen voor eerste ingebruikname.

De woningrealisatie speelt zich af in vier fasen, de initiatief-, planontwikkeling-, realisatie- en verkoopfase. Dit onderzoek speelt zich af binnen de eerste twee fasen af, de initiatief- en planontwikkelingsfase. Dit betreffen de fasen waarin de verkoop nog niet is begonnen en dus de eindgebruiker niet in beeld is. De risico's in de initiatief- en planontwikkelingsfase zijn dusdanig hoog dat geen partij te vinden zal zijn die het project geheel zal financieren. Onder investeringskosten wordt binnen de kaders van dit onderzoek verstaan; alle kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase. Dit heeft te maken met de zekerheden die nog niet aanwezig zijn. Essentiële factoren als het aantal woningen of grondkosten kunnen nog veranderen. Deze risico's zijn onder te verdelen in planontwikkelingsrisico's, grondexploitatie-risico's, publiekrechtelijke risico's en het afzetrisico. Deze risico's uit paragraaf 2.3 hebben een negatieve werking op de verkrijging van een financiering. Dit omdat risico zoveel mogelijk gemeden zal worden binnen het kader van financiering. Op afbeelding 2.2 is het risicoverloop gevisualiseerd en tekstueel toegelicht. Naarmate de zekerheden stijgen zullen de risico's afnemen. Voorbeelden van deze zekerheden zijn; de grondovereenkomst, een bestemmingsplan en bouwvergunningen.

Naast enkele risico's, kent de projectontwikkeling ook positieve aspecten op het gebied van financiering. Ruimtelijke ordening in de woningrealisatie kan maatschappelijke relevantie kennen. Dit heeft met name te maken wanneer er nieuwe invulling aan ruimtes wordt gegeven. Deze maatschappelijke relevantie kan een positieve werking kunnen hebben op het verkrijgen van een financiering.

3. Alternatief Financieren

3.1 Inleiding

In het derde hoofdstuk worden factoren welke financieringen inzichtelijk maken onderzocht, daarnaast worden de alternatieve financieringsvormen welke input zijn voor dit onderzoek toegelicht. De deelvraag die daarbij centraal staat is: *Welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?*. Het doel van dit hoofdstuk is het in kaart brengen van factoren welke financiering inzichtelijk maken en het in kaart brengen welke alternatieve financieringsvormen relevant kunnen zijn voor de financiering van de investeringskosten welke betrekking hebben op de initiatief- en planontwikkelingsfase van het realiseren van woningen. In voorgaand hoofdstuk is het proces van woningrealisatie met de daaraan gerelateerde fasen en risico's in kaart gebracht, vervolgens is de eerste stap van dit hoofdstuk om de financiering hiervan in kaart te brengen. Daarna worden de meetbare factoren toegelicht. Als laatste stap binnen dit onderzoek worden alternatieve financieringsvormen in kaart gebracht welke een alternatief kunnen zijn voor de financiering van de investeringskosten in de initiatief- en planontwikkelingsfase.

3.2 Financiering woningrealisatie

Om in kaart te brengen hoe alternatieve financiering van woningrealisatie een succes kan zijn, dient eerst het gehele financieringsproces van de woningrealisatie te worden toegelicht. De financiering van projectontwikkeling bestaat uit twee factoren; risicobeheersing en de financiën (Nozeman, 2013). De risico's zijn reeds in voorgaand hoofdstuk toegelicht. In deze paragraaf staan de financiën centraal.

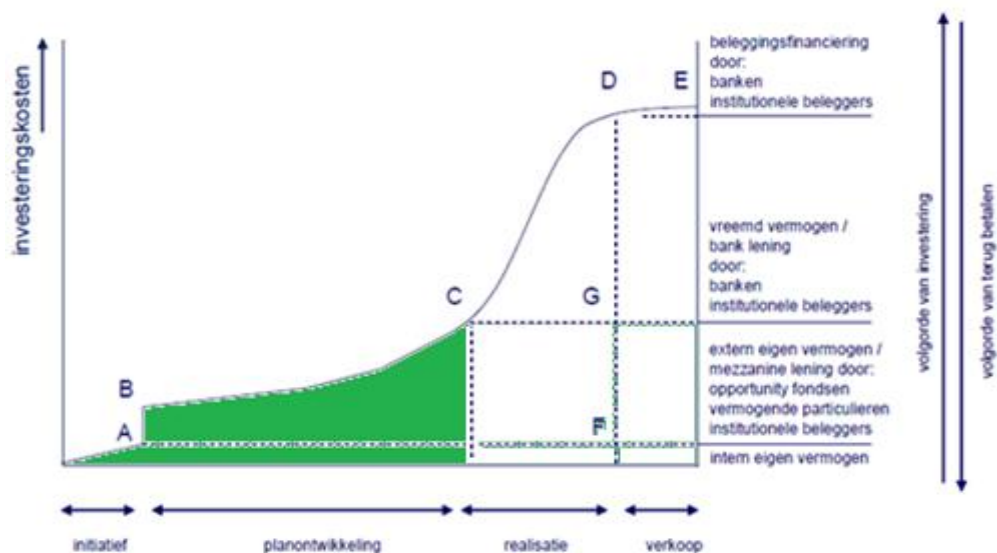
Een project kan worden gefinancierd middels eigen- en vreemd vermogen. Eigen vermogen omvat onder andere het geld van de ontwikkelaar zelf (Gool, 2013). Eigen vermogen is echter niet te allen tijde geld van de ontwikkelaar, de ontwikkelaar kan tevens extern eigen vermogen verkrijgen (Huisman, 2007). Dit is in perspectief van de financier een risicovollere financiering. Dit heeft onder andere te maken met de volgorde van terugbetaling in geval van faillissement, dit is op afbeelding 3.1 aan de rechterzijde gevisualiseerd (Huisman, 2007).

Daarnaast kan de ontwikkelaar geld lenen, dit omvat vreemd vermogen (Gool, 2013). Dit is voor de financier een meer risicomijdende financiering omdat deze eerder wordt uitbetaald in geval van faillissement. Daarnaast kunnen vaste afspraken worden gemaakt over de uitbetaling van de rente (Berkhout, 2013). Daarnaast kunnen op vreemd vermogen financieringen zekerheden als een hypotheek worden gevestigd. Tevens bestaan mezzanine leningen, dit zijn leningen welke geen onderliggende zekerheden hebben, maar wel voorrang op terugbetaling ten opzichte van het eigen vermogen (Berkhout, 2013).

Naast eigen- en vreemd vermogen kan een financiering middels speciale vormen geschieden. Deze twee vormen zijn; een ondernemingsfinanciering en een projectfinanciering (Nozeman, 2013). Binnen het kader van dit onderzoek wordt uitgegaan van een projectfinanciering. Een projectfinanciering is een financiering in een specifieke economische eenheid. De financier kijkt naar de toekomstige kasstromen en winsten van deze economische eenheid. Hiervan moet de lening worden terugbetaald en dient de activa (grond, onroerend goed, vorderingen) als het onderpand van de lening (Nozeman, 2013). Een projectfinanciering bestaat uit eigen- en/of vreemd vermogen (Nozeman, 2013).

Een projectfinanciering kan op basis van recourse of non-recourse financiering zijn aangegaan. Deze twee elementen hebben betrekking op in hoeverre, in geval van faillissement, schuldeisers aanspraak kunnen maken op terugbetaling van het gefinancierde vermogen (Nozeman, 2013). Recourse betekent dat gelden verhaald kunnen worden op de onderliggende onderneming. Non-recourse betekent dat slechts het project en de onderpanden daarvan aansprakelijk zijn (Nozeman, 2013). Daarnaast bestaat nog limited recourse. Dit is in principe een non-recourse financiering, met overige, contractueel vastgelegde, zekerheden waarop schuldeisers zich kunnen verhalen (Nozeman, 2013). Het gebruik van projectfinanciering zorgt dat kasstromen, rendement en risico's afgebakend zijn. De non-recourse financiering is een risicomijdende financieringsvorm vanuit perspectief van de ontwikkelaar. Dit betekent dat de projectfinancieringen doorgaans non- of limited-recourse financieringen zijn (Mackaaij, 2014).

Op afbeelding 3.1 is gevisualiseerd hoe een projectfinanciering ten behoeve van woningrealisatie wordt gefinancierd. Tijdens de vier reeds beschreven fasen van de projectontwikkeling verschilt de wijze van financieren. De kosten welke in de initiatieffase worden gemaakt zullen door de ontwikkelaar zelf gefinancierd dienen te worden. Wanneer de grond wordt verworven wordt over het algemeen voor het eerst een externe financier gezocht (Nozeman, 2013). Hierna zullen de investeringskosten geleidelijk oplopen tot het moment van realisatie. Wanneer de realisatiefase intreedt kan een bancaire financiering worden verkregen. Dit heeft met het percentage verkopen te maken wat zekerheid aan de financier verschaft. Na oplevering kan het aan particulieren of aan beleggers worden verkocht (Huisman, 2007). Het probleem bij het verkrijgen van een financiering speelt zich vooral af in de initiatief- en planontwikkelingsfase. Dit is op het moment dat de eindgebruiker nog niet in beeld is en de zekerheden laag zijn. De woningen moeten op dat moment nog gerealiseerd worden en zijn nog niet in verkoop (Nozeman, 2013).



Afbeelding 3.1 financieringsstructuur kaders onderzoek (Huisman, 2007)

Op afbeelding 3.1 ist an der rechten Seite angegeben, welche Arten von Vermögen die Investitionskosten aus Abbildung 2.1 decken. Die Initiativ- und Planentwicklungsphase sind mittels eines grünen Rahmens angegeben. Aufgrund des hohen Risikos in diesen Phasen müssen die Investitionskosten, die in diesen Phasen gemacht werden, mit internem Eigenvermögen, externem Eigenvermögen oder einer Mezzanine-Finanzierung finanziert werden (Huisman, 2007). Allerdings wird das interne Eigenvermögen nicht berücksichtigt, da das Ziel dieses Untersuchungsrahmens es ist, alternative Finanzierungsoptionen in Betracht zu ziehen.

Externes Eigenvermögen und eine Mezzanine-Finanzierung können, wie in Abbildung 3.1 visualisiert, von drei Finanzierungsquellen bereitgestellt werden; Opportunity-Fonds, vermögende Privatpersonen oder institutionelle Anleger (Huisman, 2007). Diese Finanzierungsquellen werden nicht als selbstständige Finanzierungsförmlichkeiten angesehen, sondern als mögliche Finanzierer, die an Finanzierungsförmlichkeiten teilnehmen. Für jede alternative Finanzierungsförmlichkeit wird in Absatz 3.4 angegeben, welche dieser drei Finanzierungsquellen dies betrifft.

Opportunity-Fonds sind Fonds, die risikoreiche Finanzierungen bereitstellen (Huisman, 2007). Unter vermögenden Privatpersonen werden Privatpersonen verstanden, die Erfahrung mit langfristigen Finanzierungen haben und an Finanzierungsformen teilnehmen können. Die institutionellen Anleger sind die Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Anlageeinrichtungen (Gool, 2013).

Auf Basis von Abbildung 3.1 wird innerhalb des Untersuchungsrahmens nach alternativen Finanzierungsförmlichkeiten gesucht, die externes Eigenvermögen oder eine Mezzanine-Finanzierung bereitstellen. Internes Eigenvermögen wird außer Betracht gelassen, da das Ziel des Untersuchungsrahmens das Untersuchen alternativer Finanzierungen betrifft. Die Abgrenzung dieses Untersuchungsrahmens ist unterstehend visualisiert:

- | | |
|----------------------------|----------------------------|
| - Eigen vermogen | - Vreemd vermogen |
| - Extern eigen vermogen | - Mezzanine lening |
| - opportunity fondsen | - opportunity fondsen |
| - vermogende particulieren | - vermogende particulieren |
| - institutionele beleggers | - institutionele beleggers |

3.3 Factoren van financiering

In deze paragraaf worden factoren toegelicht welke inzicht geven in een zowel eigen- als vreemd vermogen financiering. Deze factoren kunnen worden verdeeld in de financieringsratio's en de krediettechnische aspecten. Ten behoeve van de beoordeling van een vreemd vermogen financiering kan gebruik worden gemaakt van de financieringsratio's (Berkhout, 2013). Deze ratio's worden in paragraaf 3.3.1 nader toegelicht. Factoren welke zowel betrekking hebben op eigen- als vreemd vermogen zijn de krediettechnische aspecten (Gool, 2013). Deze krediettechnische aspecten worden in paragraaf 3.3.2 toegelicht.

3.3.1 Financieringsfactoren vreemd vermogen

Risico's welke betrekking hebben op het vreemd vermogen kunnen worden bepaald aan de hand van de financieringsfactoren; Loan to value (hierna: LTV), Interest coverage ratio (hierna: ICR) en de Debt service coverage ratio (hierna: DSCR) en de onderliggende zekerheden. Deze factoren worden onderstaand nader toegelicht.

De kredietwaardigheid van de ontwikkelaar, dit wordt getoetst aan de hand in welke mate de ontwikkelaar in staat is om aan rente en aflossing te voldoen. Dit zijn de ICR en DSCR ratio;

De ICR betekent de interest coverage ratio, letterlijk vertaald: rente dekkingsgraad. Deze ratio vertaald zich in een absoluut getal welke aangeeft hoeveel meer nettohuurinkomsten er zijn dan rentekosten. Gemiddeld is deze ratio in Nederland voor woningen 2,44 (Berkhout, 2013). In het begin van de ontwikkeling zijn er geen nettohuurinkomsten en speelt deze ratio daardoor een beperkte rol. Hoe hoger de ICR hoe lager het risico van de financiering (Berkhout, 2013). De DSCR betekent de debt service coverage ratio, letterlijk vertaald: schuld dekkingsgraad. Deze ratio is een specifiekere vorm van de ICR en is hierdoor een afgeleide daarvan, echter worden in deze ratio de aflossingen meegenomen (Berkhout, 2013). Net als bij de ICR vertaald dit zich in een absoluut getal welke aangeeft hoeveel meer nettohuurinkomsten er zijn ten opzichte van de rente en aflossing. Belangrijk voor de financier is een cashflow die aan rente en aflossing kan voldoen (RVO, 2014) De gemiddelde DSCR voor woningen 1,70 (Berkhout, 2013). Hoe hoger de DSCR hoe lager het risico van de financiering (Berkhout, 2013).

De LTV is de hoofdsom van de lening ten opzichte van de waarde. Dit wordt uitgedrukt in een percentage. Hoe hoger dit percentage, dus de LTV, hoe hoger het risicoprofiel van de financiering;

De loan to value betekent letterlijk vertaald: de lening ten opzichte van de waarde. De LTV is een dynamische ratio die gedurende het aflossingsproces lager wordt, echter kan de LTV ook hoger worden indien de waarde van het vastgoed daalt (Berkhout, 2013). Tevens geeft een lagere LTV meer zekerheid voor de bancaire financiering (Berkhout, 2013).

De zekerheden welke de kredietnemer aan de kredietgever kan verstrekken zoals een recht van hypotheek op het onderpand. Dit recht kan worden uitgeoefend door het recht van parate executie op het onderpand;

De zekerheden welke staan benoemd hebben met name betrekking op het vreemd vermogen of bancaire financiering. Op afbeelding 3.1 is reeds geconstateerd dat binnen het kader van dit onderzoek middels extern eigen vermogen of mezzanine lening moet worden gefinancierd. Op deze vormen spelen de zekerheden een mindere rol. De enige zekerheid binnen het kader van deze vormen is dat een mezzanine lening voorrang heeft op terugbetaling ten opzichte van het externe eigen vermogen. Daarnaast kan er een zekerheid op de grond worden gevestigd (Berkhout, 2013).

3.3.2 Krediettechnische aspecten eigen- en vreemd vermogen

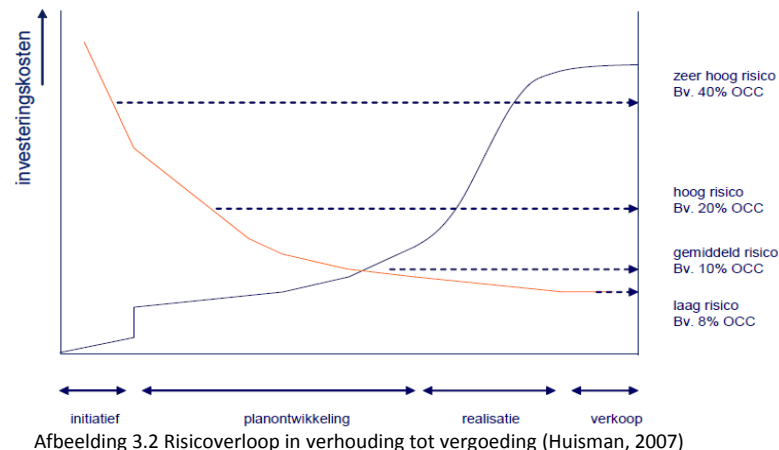
In deze subparagraaf worden de krediettechnische aspecten nader toegelicht. De krediettechnische aspecten omvatten de hoofdsom, aflossing, vergoeding, risico en looptijd (Gool, 2013). Deze krediettechnische aspecten zijn op zowel eigen- als vreemd vermogen van toepassing. De bepaling van de financieringsvorm kan afhankelijk zijn van elk afzonderlijke krediettechnisch onderdeel, de combinatie van de gekozen onderdelen resulteert in een uiteindelijke keuze.

De hoofdsom betreft de hoogte van het bedrag dat kan worden verstrekt aan het project middels de desbetreffende financieringsvorm. Deze kan van doorslaggevende factor zijn door de hoge financieringen welke met woningrealisatie gepaard gaan.

De aflossing verschilt tussen eigen- en vreemd vermogen. Vreemd vermogen moet altijd worden afgelost, maar in de aflossingstermijnen en eisen kunnen verschillen zitten. Deze kan worden uitgedrukt in een aflossingspercentage. Op basis van de theorie is hier geen meetbare uitspraak over te doen. Eigen vermogen wordt niet afgelost, tenzij hier nadrukkelijk afspraken over worden gemaakt.

De vergoeding kan worden uitgedrukt in een percentage, in afbeelding 3.2 weergegeven als opportunity cost of capital (OCC). In het geval van vreemd vermogen zal dit rente betreffen en in geval van eigen vermogen rendement. Wanneer deze percentages worden vergeleken, per financieringsvorm, kan de ontwikkelaar zien welk percentage verschuldigd is aan de financier.

Het risico van de financiering zal zoals benoemd hoog zijn door de risico's welke in paragraaf 2.3 zijn benoemd. Dit aspect heeft sterke samenhang met de vergoeding en het soort vermogen dat wordt verstrekt. Bij een laag risico is de kans op een laag rendement en bij een hoog risico op een hoog rendement. Deze samenhang wordt ook wel het rendement/ risicoprofiel genoemd (Gool, 2013). Dit risico/rendement profiel is in afbeelding 3.2 gevisualiseerd. Daar is middels rode lijn het risico weergegeven. Met stippellijnen richting rechterzijde is weergegeven dat bij een hoog risico een hoger rendement wordt gevraagd. In de initiatief- en planontwikkelingsfase wordt, op basis van onderstaande afbeelding, een rendement van tussen de tien en veertig procent gevraagd.



De looptijd speelt binnen het kader van dit onderzoek geen doorslaggevende rol. Elke alternatieve financieringsvorm zal eenzelfde looptijd omvatten. Namelijk die van de initiatief en planontwikkelingsfase van de onderliggende woningrealisatie. Per realisatie kan de looptijd verschillen (Nozeman, 2013). Echter dient de financier van deze looptijd op de hoogte te zijn.

3.4 Alternatieve vastgoedfinancieringsvormen

In deze paragraaf worden de alternatieve financieringsvormen nader toegelicht. Deze financieringsvormen zijn onder te verdelen in twee categorieën, te weten: extern eigen vermogen en mezzanine leningen. Deze verdeling is gemaakt op basis van eigen- en vreemd vermogen, en de bevindingen op basis van afbeelding 3.1. Per financieringsvorm zullen kenmerken, voordelen en nadelen worden gefilterd. Deze kenmerken, voordelen en nadelen zijn vervolgens input voor hoofdstuk vier.

3.4.1 Financieringsvormen extern eigen vermogen

Financieringsvormen ten behoeve van extern eigen vermogen zijn voor financiers risicovollere financieringen dan de mezzanine financieringen. Een garantie op terugbetaling is niet aanwezig en rendement wordt pas uitgekeerd op het moment dat winst wordt behaald (Gool, 2013). De mezzanine lening, welke in volgende subparagraaf wordt toegelicht, heeft voorrang op terugbetaling in geval van faillissement. Financieringsvormen welke geschikt zijn voor extern eigen vermogen financieringen zijn; ontwikkel/vastgoed C.V., crowdfunding en private equity.

Ontwikkel/vastgoed C.V.'s

Binnen de kaders van dit onderzoek wordt onder de ontwikkel C.V. een vastgoed C.V. verstaan, welke vastgoed ontwikkelt in plaats van dat het bestaand vastgoed aankoopt. Deze vorm is samen te vatten als een commanditaire vennootschap waar de participanten hun kapitaal storten, deze participanten zijn de stille vennoten. De beheerders van de C.V. zijn de beherend vennoten en voeren het beheer uit. Participanten in een vastgoed C.V. kunnen zowel vermogende particulieren als institutionele beleggers zijn.

De vastgoed C.V. is een vorm van indirect beleggen, dat wil zeggen dat niet direct vastgoed wordt aangekocht. Het geld wordt in een fonds gestort waarna het fonds vastgoed aankoopt (Gool, 2013). Vaak hebben deze C.V.'s een vooraf vastgestelde einddatum, waarbij het vastgoed verkocht wordt, de C.V. opgeheven en de inleg uitgekeerd met de verkoopopbrengst. Winst of verlies op de verkoop van het vastgoed wordt verrekend met de inleg (Meulen, 2012). Deze C.V. staat juridisch gezien ook los van de organisatie die initiatiefnemer is, op het ingebrachte vermogen na. Juridisch gezien kan een C.V. geen vastgoed bezitten. Het juridisch eigendom wordt daarom overdragen aan een ander orgaan, de stichting bewaarder. Het economisch eigendom blijft in handen van de C.V., die zodoende het daadwerkelijke beheer uitvoert. De stichting bewaarder voert tevens controle uit op het beheer van de C.V., dit om wanbeleid tegen te gaan en op te sporen.

Tevens doet de stichting bewaarder dit ten behoeve van de commanditaire vennoten (participanten), dit kunnen de commanditaire vennoten niet doen omdat deze dan door hun actieve deelname per definitie worden gezien als beherend vennoot. Het is doorgaans gebruikelijk dat de initiatiefnemer tevens investeert in het fonds om zo vertrouwen te kweken. Daarnaast is de C.V. standaard opgebouwd met deels vreemd vermogen, dit om de leverage te bevorderen.

Naast rendement is uit onderzoek gebleken dat tevens het onderbewuste van een belegger mee kan spelen in een keuze voor een belegging (Nijkamp, 2014). Voorbeelden van deze onderbewuste factoren zijn imago en indentiteit van de aanbiedende partij. Tevens regionale of emotionele binding met de locatie van het object spelen daarin mee (Nijkamp, 2014). Participatiebedragen in een vastgoed C.V. doorgaans hoog liggen en starten vanaf minimaal €10.000 (Vastgoedvergelijker, 2015). Door deze participatiebedragen kan doorgaans veel kapitaal worden opgehaald in vergelijking tot andere financieringsvormen.

Kenmerken	Voordelen	Nadelen
Vermogende particulieren of Institutionele beleggers	Het fonds kan veel kapitaal bijeen krijgen	Doorgaans beleggingsfinanciering
Participatiebedragen vanaf €10.000		

Tabel 3.1 Kenmerken, voor- en nadelen ontwikkel/ vastgoed C.V. (Eigen bewerking, 2015)

Crowdfunding

Crowdfunding kan worden gezien als de laagdrempelige vorm van beleggen (Bekers, 2014). Crowdfunding is groeiende en wordt steeds vaker gebruikt ten behoeve van de financiering van vastgoed. De vastgoedmarkt kent hoge eenheidsprijzen (Gool, 2013). Dit vergeleken met de laagdrempeligheid van crowdfunding lijkt dit in eerste instantie tegenstrijdig en daarom lijken deze twee per definitie geen match te zijn, toch ligt dat genuanceerder (Doornekamp, 2014). Crowdfunding is een vorm waarbij vermogen wordt vergaard bij (vermogene) particulieren. De kracht van crowdfunding ligt in de laagdrempeligheid (Bekers, 2014), dus de particulieren hoeven niet per definitie 'vermogen' te zijn.

Crowdfunding is het mobiliseren van een grote groep mensen, die elk voor een klein bedrag participeren in eenzelfde project (Doornekamp, 2014). De ontwikkelaar krijgt geen financiering in één keer van de bank, maar van verschillende financiers. Deze financiers brengen het geld bij elkaar. Echter is crowdfunding toegankelijker door het lage inlegbedrag (Bekers, 2014). Hierdoor kunnen meer mensen investeren in een project. Wanneer middels crowdfunding wordt geïnvesteerd of een lening wordt verstrekt valt het onder het toezicht van de AFM (Wielen, 2014). Crowdfunding is bij vastgoedfinanciering meer geschikt wanneer de ontwikkeling of het vastgoed tevens een maatschappelijke relevantie heeft (Wielen, 2014). Daarnaast lijkt het voor kleinere lokale projecten waar emotionele binding een factor is te kunnen slagen (Mackaaij, 2014). Crowdfunding leent zich echter niet alleen goed als een alternatieve financieringsmogelijkheid maar kan door de toegankelijkheid en openheid onder andere een positieve marketingcampagne zijn (Bekers, 2014).

In 2014 is in totaal €63.000.000 belegd in crowdfunding (Douw&Koren, 2015). Dit is nagenoeg een verdubbeling van de geïnvesteerde €32.000.000 middels crowdfunding in 2013. Van dit geld is ook een deel geïnvesteerd in vastgoedprojecten. De investeringen per vastgoedproject zijn tot dusver beperkt gebleven tot €300.000 (Bouwaandeel, 2015). De populariteit van investeren via crowdfunding in vastgoed lijkt wel aanwezig. Crowdfundplatform Geldvoorelkaar biedt vastgoedprojecten aan waarvan alle 31 projecten mee tot stand zijn gekomen (Doornekamp, 2014). Deze projecten kennen een relatief hoog risicoprofiel waar gemiddeld acht procent rendement tegenover staat (Doornekamp, 2014). Onlangs is een herontwikkelingsproject met een kapitaalbehoefte van €300.000 volledig met crowdfunding gefinancierd (LFB vastgoed, 2015).

Vastgoedcrowdfunding is in navolging van algemene crowdfunding een groeiende markt. Echter zal dit door de kleinschaligheid van de investeringen het beste werken bij projecten met een kleinere financieringsbehoefte. De groeipotentie van crowdfunding moet uit nader onderzoek blijken (Wielen, 2014). Crowdfunding zal voornamelijk als onderdeel van een gehele financiering geschikt zijn (Doornekamp, 2014). Crowdfunding kan een uitweg bieden voor de particulier met een kleiner vermogen welke een goede investering ziet in vastgoed (Doornekamp, 2014). Zoals eerder vermeld wordt van de risico's uit het verleden geleerd, echter is dat tot dusver lastig bij crowdfunding. De markt van crowdfunding is nog (te) jong waardoor geen onderbouwde uitspraken kunnen worden gedaan over de risico's van crowdfunding (Vroemen, 2013).

<i>Kenmerken</i>	<i>Voordelen</i>	<i>Nadelen</i>
(Vermogene) particulieren	Nog steeds groeiende markt	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Haalbaarder wanneer maatschappelijk relevant	Fungeert tevens als marketingcampagne	
Tot €300.000 daadwerkelijk gefinancierd		

Tabel 3.2 Kenmerken, voor- en nadelen crowdfunding (Eigen bewerking, 2015)

Private Equity

Private Equity betekent letterlijk vertaald *privaat vermogen*. Private equity is het beleggen in niet-beursgenoteerde ondernemingen (Robeco, 2006). Private Equity zijn opportunity fondsen welke vermogen vergaren bij vermogende particulieren en/of institutionele beleggers. Door middel van private equity wordt eigen vermogen verstrekt. Dit betekent dat de kapitaalverstrekkers (mede)eigenaar worden van het bedrijf en zich met de bedrijfsvoering kunnen gaan bemoeien. Private equity probeert waarde te creëren aan ondernemingen welke, door verschillende omstandigheden, moeilijk aan financiering kunnen komen. Private equity fondsen verstrekken dan ook het risicokapitaal. Doordat deze investering niet wordt geleid door beurskoersen, zijn de financiers betrokken bij de bedrijven.

Private equity toont veel overeenkomsten met een vastgoed C.V. Daar waar de vastgoed C.V. een specifieke rechtsvorm heeft kan die bij private equity verschillen. Daarnaast bestaat het verschil dat een vastgoed C.V. los staat van de onderneming of initiatiefnemer, daar waar private equity rechte reeks in een ondernemer investeert. Zo is bijvoorbeeld ontwikkelaar Multi in 2013 overgenomen door het Amerikaanse private equity-fonds Blackstone (Mackaaij, 2014).

<i>Kenmerken</i>	<i>Voordelen</i>	<i>Nadelen</i>
Opportunity fonds	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 3.3 Kenmerken, voor- en nadelen private equity (Eigen bewerking, 2015)

3.4.2 Vreemd Vermogen, mezzanine leningsvormen

Een mezzanine lening is een financiering middels vreemd vermogen (Berkhout, 2013). De financier maakt met de lener renteaftspraken. De mezzanine financier is achtergesteld op terugbetaling ten opzichte van de bancaire financiering. Daarnaast heeft de financier eerder recht op terugbetaling in geval van faillissement, dan de extern eigen vermogen financier (Berkhout, 2013). Toch is dit een relatief risicovolle financiering doordat in de initiatief- en planontwikkelingsfase geen zekerheden kunnen worden verkregen op het gefinancierde, de grond uitgesloten (Huisman, 2007). De financieringsvormen welke geschikt zijn om een mezzanine lening te kunnen verstrekken zijn; vastgoedobligaties, kredietunie en private debt.

Vastgoedobligaties

De vastgoedobligatie is tevens een indirecte beleggingsvorm in vastgoed. Het vermogen van een obligatie gaat, in geval van het faillissement van het project, voor het eigen vermogen en wordt achtergesteld op de bancaire financiering. Een vastgoedobligatie betreft zodoende een mezzanine lening (Meijers, 2014). Hiermee heeft het tegelijkertijd voorrang op het terugbetalen ten opzichte van het eigen vermogen (Vries, 2011). Binnen het kader van dit onderzoek zal het een mezzanine lening betreffen.

Beleggen in obligaties is een vorm die wordt toegepast in de realisatie van woningen. Een recent voorbeeld zijn de studentenunits te Amsterdam van Haerzathe (Haerzathe investments, 2012). Dit betreft tevens een woningrealisatie. Deze woningen zijn vervolgens verhuurd aan een woningstichting welke gedurende looptijd zorg draagt ten behoeve van de studentenunits. Evenals bij de vastgoed C.V. wordt binnen deze beleggingsvorm gewerkt met hoge participatiebedragen van doorgaans hoger dan €10.000 (Vastgoedvergelijker, 2015). Bij de meeste vastgoedobligatie fondsen is zodoende sprake van een beleggingsfinanciering.

<i>Kenmerken</i>	<i>Voordelen</i>	<i>Nadelen</i>
Vermogende particulieren of institutionele belegger	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
Participatiebedragen vanaf €10.000		

Tabel 3.4 Kenmerken, voor- en nadelen vastgoedobligaties (Eigen bewerking, 2015)

Kredietunies

De kredietunie is een alternatieve financieringsvorm welke tot dusver slechts (sporadisch) is toegepast in het MKB. Referenties van vastgoed kredietunies zijn er nog niet of zijn nog niet toegankelijk. De kredietunie is coöperatie van ondernemers welke gebruik maken van een gemeenschappelijke kas. De gelden in deze gemeenschappelijke kas zijn verstrekt door de leden van de coöperatie (De Kredietunie, 2014). Meerdere factoren spelen een rol binnen de kredietunie en waardoor deze alternatieve financieringsvorm een succes kan zijn. Financiers van de kredietunie zijn voornamelijk vermogende particulieren welke een binding hebben met de regio en/of branche.

De regionale binding is een factor bij een investering in de kredietunie. Juist door de non-profit doelstelling, willen de investeerders dat hun omgeving er op vooruit gaat. Dit zou dan gezien kunnen worden als maatschappelijk rendement, echter geen financieel rendement. Daarnaast is het kenmerk dat wordt geïnvesteerd in de eigen branche. Dit is te typeren als een ketensamenwerking. Binnen de projectontwikkeling kan dit een gezamenlijke ontwikkeling tot stand brengen bijvoorbeeld met grond eigenaren, aannemers en bouwondernemingen (Mackaaij, 2014). Reeds zijn middels kredietunies financieringen verstrekt tot € 250.000 (RTLZ, 2014).

Voordelen van een kredietunie zijn: de non-profit instelling, de specifieke kennis van branche en regio en het hierdoor kunnen inschatten van risico's en de directe betrokkenheid (Samenwerkende Kredietunies, 2014). De kredietunie is een non-profit organisatie. Dit is uiteraard voordelig voor de kredietnemer. Echter moet de van de financier wel dusdanig bereid en betrokken zijn dat de financier non-profit kapitaal verstrekt. Daarbij komt kijken dat het te verstrekken kapitaal doorgaans risicokapitaal is dat de bank juist daarom niet wil verstrekken. Het verschil van een kredietunie ten opzichte van crowdfunding is dat crowdfunding een hoger risico kent voor de kredietgever. Bij crowdfunding wordt in één project geïnvesteerd. Een kredietunie leent aan verschillende onderneming en projecten, waardoor bij een kredietunie, in perspectief van de geldgever, het risico wordt gespreid (Blazís, 2014).

<i>Kenmerken</i>	<i>Voordelen</i>	<i>Nadelen</i>
Vermogende particulieren	Non-profit	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Regionaal gebonden	Kennis branche en regio	Relatief kleine financiering
Financiering tot €250.000		
Branchegebonden		

Tabel 3.5 Kenmerken, voor- en nadelen kredietunie (Eigen bewerking, 2015)

Private Debt

De tegenhanger van het private equity fonds is private debt fonds. Het verschil zit hem erin welk soort vermogen wordt verstrekt. Private debt betekent letterlijk private schuld, oftewel, er wordt vreemd vermogen verstrekt. Het private debt fonds verstrekt een lening en ontvangt hier een vastgestelde rente voor in plaats van een rendement. Dit omvat evenals private equity een opportunity fonds.

Evenals bij private equity wordt in de onderneming geïnvesteerd. Private debt is in nagenoeg alle opzichten hetzelfde als het hiervoor beschreven private equity. Het belangrijke verschil zit hem in het soort vermogen, door private debt wordt dus vreemd vermogen verstrekt. Dit heeft de gevolgen zoals eerder vermeld, rentebetaling en meer zekerheden voor kredietverstrekker. Binnen de kaders van dit onderzoek zal het dan een mezzanine lening en dus vreemd vermogen omvatten.

Onroerend goed is een segment waarin private debt een belangrijke financieringsbron kan zijn. Private debt fondsen hebben sneller gereageerd op de inmiddels weer aantrekkende vastgoedmarkt dan banken. Mede door de toegelichte factoren kunnen banken dat grotendeels ook niet meer. Private debt fondsen nemen genoegen met hogere LTV's en/of lagere aflossingen dan de banken (ICC consultancy, 2015). Geschikte referenties van private debt investeringen in vastgoed zijn nog niet gevonden.

<i>Kenmerken</i>	<i>Voordelen</i>	<i>Nadelen</i>
Opportunity fonds	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 3.6 Kenmerken, voor- en nadelen private debt (Eigen bewerking, 2015)

3.5 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de deelvraag ‘welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?’ beantwoord. Het doel van dit hoofdstuk is het in kaart brengen van factoren welke een financiering in kaart kunnen brengen en het weergeven middels welke alternatieve financieringsvormen dat kan. De factoren welke de financiering bepalen zijn; de financieringsratio's voor het vreemd vermogen en de krediettechnische aspecten voor zowel eigen- als vreemd vermogen

De financiering van de woningrealisatie betreft uitsluitend de projectfinanciering. Binnen deze projectfinanciering wordt de financiering afgebakend naar de financiering van de investeringskosten in de initiatief- en planontwikkelingsfase. Deze investeringskosten dienen te worden gefinancierd middels extern eigen vermogen of een mezzanine lening. Onderstaand is dit schematisch weergegeven.

- Eigen vermogen	- Vreemd vermogen
- Extern eigen vermogen	- Mezzanine lening
Door:	Door:
- opportunity fondsen	- opportunity fondsen
- vermogende particulieren	- vermogende particulieren
- institutionele beleggers	- institutionele beleggers

Daarnaast zijn factoren van financiering onderzocht welke inzicht kunnen verschaffen in alternatieve financieringsvormen. Deze zijn onder te verdelen in vreemd vermogen financieringsfactoren en krediettechnische aspecten, deze hebben betrekking op zowel eigen- als vreemd vermogen. De financieringsfactoren vreemd vermogen zijn: de DSCR, de LTV en de zekerheden. De DSCR heeft betrekking op de rente en aflossing van de leningen in verhouding tot de netto inkomsten. De LTV geeft de verhouding tussen de waarde van het onderliggende vastgoed weer en het vreemd vermogen (de lening). De zekerheden kunnen worden gevestigd op onderpand wat waarde vertegenwoordigd, binnen de kaders van de initiatief- en planontwikkelingsfase omvat dat uitsluitend de grond. De krediettechnische aspecten welke inzicht geven in zowel eigen- als vreemd vermogen financiering zijn:

- Hoofdsom	- Aflossing
- Looptijd	- Vergoeding
- Risico	

Ten behoeve van de alternatieve financieringsvormen wordt de verdeling van extern eigen vermogen en de mezzanine lening gehandhaafd. De volgende financieringsvormen zijn onderzocht:

<i>Extern eigen vermogen</i>	<i>Mezzanine lening</i>
- Vastgoed C.V.	- Vastgoedobligatie
- Crowdfunding	- Kredietunie
- Private Equity	- Private Debt

Deze aspecten factoren zijn input voor hoofdstuk vier, waar de factoren per alternatieve financieringsvorm zullen worden toegepast. In dat hoofdstuk worden de factoren per alternatieve financieringsvorm vergeleken. Daarnaast zullen de kenmerken, voordelen en nadelen uit paragraaf 3.4 worden meegenomen.

4. OVERZICHT ALTERNATIEVE FINANCIERINGSVORMEN

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de volgende deelvraag beantwoord: *“In hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?”*. Dit betreft de laatste deelvraag van het theoretisch kader. Het overzicht krijgt vorm door de factoren welke financiering inzichtelijk maken toe te passen op de alternatieve financieringsvormen. Daarnaast zullen voor- en nadelen worden geformuleerd om te helpen bij het beslissingsproces welke alternatieve financieringsvorm geschikt is. De kennis die is opgedaan uit de vorige hoofdstukken vormt de input voor dit hoofdstuk. De factoren uit hoofdstuk drie geven inzicht in welke factoren een rol spelen bij financiering. Deze factoren zijn hoofdsom, aflossing, vergoeding, risico, looptijd, LTV, DSCR en zekerheden. Daarnaast worden op basis van de theorie voor- en nadelen geformuleerd welke ondersteunen bij het inzicht verkrijgen in alternatieve financieringsvormen. Evenals in hoofdstuk vier wordt onderscheid gemaakt tussen extern eigen vermogen en mezzanine lening (vreemd vermogen).

4.2 Factoren financiering

De factoren welke inzicht verschaffen in financieringen uit paragraaf 3.3 worden in deze paragraaf toegepast op de alternatieve financieringsvormen uit paragraaf 3.4. De financieringsratio's uit subparagraaf 3.3.1 zijn niet van toepassing op de extern eigen vermogen financieringsvormen, dit wordt aangeduid met 'n.v.t.'. De krediettechnische aspecten uit paragraaf 3.3.2 zullen voor zover mogelijk op basis van de theorie worden ingevuld. Daar waar invulling op basis van de theorie niet mogelijk is zal dit in tabel 4.1 worden aangeduid met 'x'. Tevens zal dit tekstueel worden toegelicht onder tabel 4.1. De niet in te vullen financieringsratio's en krediettechnische aspecten zullen tevens input zijn voor de interviews in hoofdstuk 5. Het aspect risico is binnen deze paragraaf uitsluitend beoordeeld op basis van het financiële aspect van de alternatieve financieringsvorm. Daarnaast zijn de risico's welke betrekking hebben op de woningrealisatie aanwezig. Deze risico's zijn echter evenredig ten behoeve van elke alternatieve financieringsvorm aanwezig.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
Extern EV								
C.V.	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	300.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Mezzanine lening								
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	Non-profit	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Private Debt	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	X	X	X	Grond

Tabel 4.1 Factoren financiering (Eigen bewerking, 2015)

4.2.1 Extern eigen vermogen

De financieringsfactoren vreemd vermogen zijn niet van toepassing op de extern eigen vermogen financieringsvormen. Tevens wordt de looptijd binnen deze tabel buiten beschouwing gelaten. De looptijd is op basis van het theoretisch kader niet vast te stellen. De looptijd is wel van belang omdat tot en met de afronding beschikking moet zijn over de financiering. Een financiering die korter dan de looptijd van het onderliggende project ter beschikking wordt gesteld is binnen de kaders van dit onderzoek niet haalbaar. De krediettechnische aspecten welke wel vast te stellen zijn op basis van het theoretisch kader zijn de hoofdsom, aflossing, vergoeding en het risico.

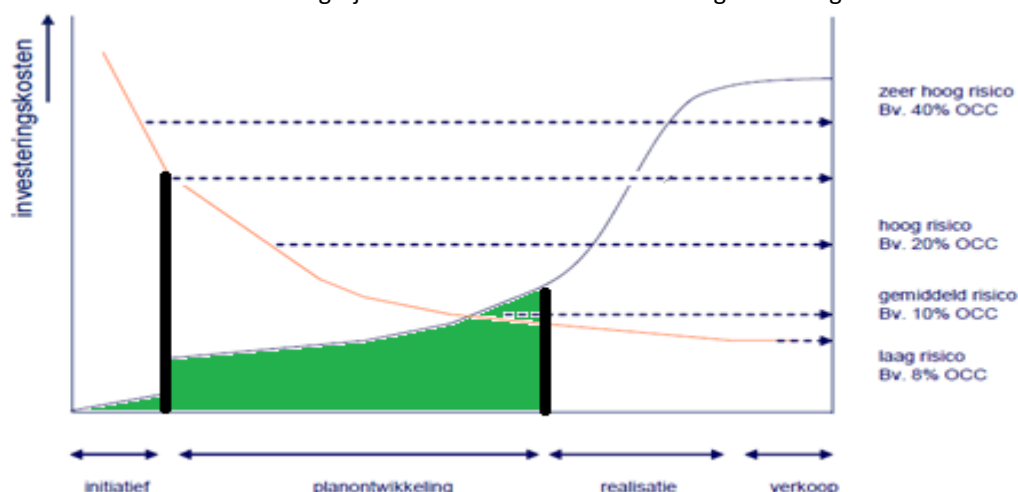
De vastgoed C.V. is een financieringsvorm welke reeds is toegepast in de woningrealisatie. In deze financieringsvorm wordt met name geparticipeerd door vermogende particulieren en institutionele beleggers. De hoogte van de hoofdsom middels vastgoed C.V. is niet op basis van het theoretisch kader vast te stellen.

De hoogste financiering welke tot dusver is gegenereerd middels crowdfunding bedraagt €300.000. Dit is op moment van het onderzoek het plafond voor een crowdfunding financiering. Rekening houdende met het feit dat de financieringsmarkt middels crowdfunding groeiende is kan dit toenemen in de nabije toekomst.

Private Equity is een opportunity fonds, wat inhoudt dat deze vormen bewust risicovol financieren. Hierdoor kan middels deze vorm binnen het kader van extern eigen vermogen de hoogste financiering worden gegenereerd. Door de relatieve kleine financieringen middels crowdfunding en de hoge 'opportunity' financieringen middels private equity valt op basis van het theoretisch kader vast te stellen dat de hoofdsom middels vastgoed C.V. tussen deze twee financieringsvorm in zal liggen

De aflossing vindt bij een eigen vermogen financiering plaats aan het einde van de looptijd van de financiering. Doorgaans wordt niet tussentijds afgelost, hier kunnen afspraken over worden gemaakt met de financier. Deze afspraken zijn echter niet meegenomen in tabel 4.1.

De laatste krediettechnische aspecten zijn de vergoeding en het risico. Deze hebben een zeer nadrukkelijke samenhang, deze samenhang is gevisualiseerd in afbeelding 3.2. Dit wordt het risico/rendementsprofiel genoemd. Op afbeelding 4.1 zijn afbeelding 3.1 en afbeelding 3.2 samengevoegd om de vergoedingen en risico te visualiseren welke aanwezig zijn binnen de kaders van extern eigen vermogen en mezzanine leningen.



Afbeelding 4.1 Extern eigen vermogen en mezzanine lening gekoppeld aan vergoeding (Eigen bewerking, 2015)

De vergoeding is op basis van dezelfde afbeelding tussen de 10 en 30 procent vast te stellen. Aannemelijk is dat de extern eigen vermogen financier een hogere vergoeding vraagt dan de financier van de mezzanine lening. De risico's voor de extern eigen vermogen financiering zullen hoger zijn dan voor de mezzanine lening. Hierdoor worden de extern eigen vermogen financieringsvormen als 'hoog' gekwalificeerd.

4.2.2 Mezzanine leningen

Op de mezzanine leningen zijn in feite zowel de financieringsfactoren vreemd vermogen als de krediettechnische aspecten van toepassing. Echter kan op basis van het theoretisch kader niet elke ratio of aspect worden ingevuld. Deze niet ingevulde factoren van financiering zullen als input fungeren voor de interviews.

De hoogte van de hoofdsom middels mezzanine lening zal het hoogst zijn middels private debt. Dit heeft te maken met het feit dat private debt, evenals private equity, een opportunity fonds is met participanten welke bewust risicovol financieren. De hoogte van de hoofdsom middels vastgoedobligaties is op basis van het theoretisch kader niet vast te stellen. De participanten zullen met name vermogende particulieren en institutionele beleggers omvatten. Daarnaast is onderzocht dat de kredietunie maar tot €250.000 kan financieren waardoor de hoofdsom van de vastgoedobligaties tussen de kredietunie en private debt zit.

De aflossing bij een vreemd vermogen financiering vindt doorgaans op meerdere momenten gedurende de looptijd plaats, hierover kunnen echter afwijkende afspraken worden gemaakt met de financier. Deze tussentijdse aflossing kan een probleem worden in de uitvoering van een dergelijke financiering, omdat geen inkomsten worden gegenereerd en de financiering de gehele initiatief- en planontwikkelingsfase beschikbaar dient te zijn.

De vergoeding is gebaseerd op afbeelding 3.1 en afbeelding 3.2. Afbeelding 3.1 geeft de fasen weer wanneer met extern eigen vermogen of met mezzanine lening wordt gefinancierd. Afbeelding 3.2 geeft de rendementen en het risico weer wat op welk moment wordt gelopen. Hieruit is af te lezen dat op het moment wanneer de externe financieringen intreden, een rendement wordt gevraagd van 30%, dit loopt af tot het einde van de planontwikkelingsfase, waar het gevraagde rendement 10% is.

De looptijd is afhankelijk van het onderliggende project. Echter dient wel met de looptijd rekening te worden gehouden, omdat het belangrijk is te weten over welke periode, over de verstrekte financiering beschikt kan worden. Deze looptijd heeft samenhang

De afspraken die over de aflossing worden gemaakt hebben werking op de financieringsfactoren vreemd vermogen. Wanneer tussentijds wordt afgelost zal de DSCR toenemen en de LTV afnemen. Echter is de berekening van deze ratio's lastig op basis van het theoretisch kader. Dit heeft te maken met het feit dat voor berekening van de LTV een onderliggende waarde is vereist. In de initiatief- en planontwikkelingsfase is geen onderliggende waarde aanwezig. De toepassing van de DSCR ratio is daarnaast tevens problematisch. In de initiatief- en planontwikkelingsfase worden nog geen (huur)inkomsten gegenereerd. Hierdoor kan deze ratio niet worden berekend. Wel kan een uitspraak worden gedaan over de rente (vergoeding) en aflossing, de andere componenten binnen de DSCR ratio. Deze zijn echter bovenstaand al gedaan.

De zekerheid met betrekking tot de financiering van de initiatief- en planontwikkelingsfase is uitsluitend de zekerheid op de grond. Dit het enige aspect wat een onderliggende waarde vertegenwoordigd binnen de initiatief- en planontwikkelingsfase. Een zekerheid van onderpand is uitsluitend mogelijk via een vreemd vermogen financiering. Dit is mogelijk middels elke mezzanine lening welke input zijn voor dit onderzoek.

4.3 Voor- en nadelen alternatieve financieringsvormen

Het hoofdstuk krijgt naast tabel 4.1 vorm door voor- en nadelen op basis van het theoretisch kader te formuleren. Hoofdstuk twee en drie zullen hiervoor input zijn. Daarnaast kunnen de toegepaste factoren welke de alternatieve financieringsvorm inzichtelijk maken worden geformuleerd als voor- dan wel nadelen. Per voor- dan wel nadeel zal een onderbouwing worden gegeven op basis van het theoretisch kader. Tevens zijn in paragraaf 3.4 zijn reeds kenmerken, voordelen en nadelen gefilterd. Deze zullen worden samengevoegd in een tabel voor extern eigen vermogen en een tabel voor mezzanine lening.

4.3.1 Extern eigen vermogen

Ten eerste zullen de voordelen van extern eigen vermogen financiering ten opzichte van mezzanine leningen worden toegelicht. Daarna worden de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm in kaart gebracht.

Een voordeel van extern eigen vermogen financiering ten opzichte van mezzanine lening is dat de aflossing gebeurt aan het einde van de looptijd. Bij een mezzanine lening wordt tussentijds afgelost, wat problemen geeft door het feit dat geen inkomsten worden gegenereerd.

De voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm zijn in tabel 4.2 in kaart gebracht. Onder de tabel worden deze voor- en nadelen tekstueel toegelicht.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V. Crowdfunding	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 4.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen financieringsvormen (Eigen bewerking, 2015)

Het voordeel van een vastgoed C.V. is met name dat een hoge financiering middels deze financieringsvorm te verstrekken is, deze is echter niet vast te stellen op basis van het theoretisch kader. Daarnaast is in vorige paragraaf reeds toegelicht dat middels private equity hogere financieringen kunnen worden verstrekt. Tevens financiert private equity bewust risicovol.

Crowdfunding heeft als voordeel dat het nog steeds groeiende is, waardoor zicht bestaat op een financiering die hoger zal worden dan €300.000. Daarnaast heeft crowdfunding een functie als marketing, door het laagdrempelige is een crowdfunding campagne toegankelijk voor een ieder. Daarnaast bestaat veel (media)aandacht voor crowdfunding in tegenstelling tot overige financieringsvormen.

De nadelen van de onderzochte extern eigen vermogen financieringen omvatten met name de wijze waarop de financieringsvormen doorgaans worden toegepast. Geen van deze financieringsvormen is reeds toegepast als extern eigen vermogen projectfinanciering. De vastgoed C.V. omvat met name beleggingsfinancieringen voor de langere termijn. Crowdfunding is in feite een eigen vermogen financiering, maar binnen de vastgoedontwikkeling is tot dusver uitsluitend met hypothecaire zekerheid gefinancierd. Private debt wordt middels ondernemingsfinanciering verstrekt.

Of deze financieringsvormen toe te passen zijn als extern eigen vermogen projectfinanciering zal worden bevraagd in de interviews. Hier zijn geen referentiematerialen voor. Op basis van de theorie zijn geen uitspraken te doen met betrekking tot hoe het risico, de vergoeding en andere eisen van de financier zich gaan ontwikkelen.

4.3.2 Mezzanine leningen

Ten eerste zullen de voordelen van mezzanine leningen ten opzichte van extern eigen vermogen financieringen worden toegelicht. Daarna worden de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm in kaart gebracht.

Een voordeel van een mezzanine lening ten opzichte van extern eigen vermogen financiering is dat de vergoeding van mezzanine lening doorgaans lager ligt. Dit komt door het feit dat een mezzanine lening eerder wordt uitbetaald in geval van faillissement. Daarnaast kan de zekerheid van onderpand worden verkregen op een mezzanine lening, wat risicoverlagend is voor de financier.

De voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm zijn in tabel 4.3 in kaart gebracht. Na tabel 4.2 worden deze voor- en nadelen tekstueel toegelicht.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties Kredietunie	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
	Non-profit	Relatief kleine financiering
Private Debt	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 4.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen (Eigen bewerking, 2015)

Het voordeel van een vastgoedobligatie is dat deze obligaties reeds zijn toegepast als financieringsvorm binnen de woningrealisatie, echter omvatte deze financiering middels vastgoedobligaties geen projectfinanciering maar een beleggingsfinanciering voor langere termijn. Hierdoor valt te concluderen dat evenals bij de extern eigen vermogen financiering tevens bij de mezzanine leningen weinig daadwerkelijke mezzanine projectfinancieringen zijn verstrekt. De vastgoedobligaties omvatten doorgaans beleggingsfinancieringen en private debt ondernemingsfinancieringen.

De kredietunie verstrekt financieringen tot en met €250.000. In tegenstelling tot crowdfunding zal het plafond van een financiering middels kredietunie niet hoger dan dit plafond komen te liggen. Daarnaast zijn kredietunies nog niet toegepast in de vastgoedbranche. Daar waar kredietunies juist branchegebonden zijn, kan worden geconcludeerd dat in de vastgoedbranche geen draagvlak bestaat een kredietunie op te richten.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de volgende deelvraag beantwoord 'In hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?'.

Deze deelvraag is beantwoord middels drie tabellen welke inzicht geven in de alternatieve financieringsvormen. Deze tabellen zijn tabel 4.1, 4.2 en 4.3. Tabel 4.1 geeft inzicht in de factoren van financiering welke zijn toegepast per alternatieve financieringsvorm. Tabel 4.2 geeft de voor- en nadelen weer van de alternatieve financieringsvormen middels extern eigen vermogen en tabel 4.3 geeft de voor- en nadelen weer van de alternatieve financieringsvormen middels mezzanine lening.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
Extern EV								
C.V.	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	300.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Mezzanine lening								
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	Non-profit	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Private Debt	x	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	X	X	X	Grond

Tabel 4.1 Factoren financiering (Eigen bewerking, 2015)

De factoren van financiering zijn ingevuld op basis van het theoretisch kader, niet elke factor is in te vullen op basis hiervan, deze factoren zijn ingevuld met een 'x'. Daarnaast zijn voor de extern eigen vermogen financieringsvormen de LTV, DSCR en zekerheden niet in te vullen omdat dit de financieringsratio's betreffen welke uitsluitend vreemd vermogen financiering inzichtelijk maken.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V.	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
Crowdfunding	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 4.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen financieringsvormen (Eigen bewerking, 2015)

De voor- en nadelen van extern eigen vermogen financieringsvormen zijn inzichtelijk gemaakt op basis van het theoretisch kader. Deze voor- en nadelen helpen bij het inzichtelijk maken van de alternatieve financieringsvormen. Het voordeel voor de vastgoed C.V. en private equity is, dat middels deze vormen een hoge financiering te verkrijgen is. Daarnaast financiert een private equity fonds risicovol. De voordelen van crowdfunding zijn dat het tevens marketing betreft en dat het met betrekking tot financieringen een groeiende markt is. Het nadeel van deze financieringsvormen betreft met name het feit dat de alternatieve financieringsvormen nog niet als projectfinanciering zijn toegepast.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
Kredietunie	Non-profit	Relatief kleine financiering
	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Private Debt	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 4.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen (Eigen bewerking, 2015)

De voor- en nadelen van extern eigen vermogen financieringsvormen zijn inzichtelijk gemaakt op basis van het theoretisch kader. De voordelen verschillen per alternatieve financieringsvorm. Evenals private equity financiert private debt risicovol wat binnen de kaders van dit onderzoek van toepassing is. Echter is tevens hier het nadeel dat de alternatieve financieringsvormen niet als projectfinanciering zijn toegepast.



Praktijkonderzoek

5. Interviews deskundigen

5. PRAKTIJKONDERZOEK

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt het praktijkonderzoek aan bod. In dit hoofdstuk wordt de deelvraag *“hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?”* beantwoord. Deze deelvraag zal worden beantwoord middels fieldresearch. Dit fieldresearch krijgt vorm middels interviews. De exacte onderzoeksmethode wordt beschreven in paragraaf 5.2. Om deze deelvraag te beantwoorden worden deskundigen geïnterviewd. Om te bepalen welke deskundigen geschikt zijn moet eerst de populatie in kaart worden gebracht, waarna een selectie kan plaats vinden.

5.2 Beschrijving interviews

De onderzoeksmethode omvat een interview waarin een deskundige wordt ondervraagd, dit interview heeft als doel het toetsen van een theoretische bevinding (Hulshof, 2013). De uitkomsten van het interview worden tekstueel bewerkt door de auteur (Hulshof, 2013). In paragraaf 5.2.1 zal worden omschreven welk soort interview wordt afgenomen en waarom. In paragraaf 5.2.2 wordt de populatie in kaart gebracht en wie uit deze populatie bereid is gevonden een interview te laten afnemen.

5.2.1 Beschrijving methoden

Het interview zal opgebouwd zijn op basis van het theoretisch kader. Daarnaast kunnen de deskundigen uit de praktijk hun visie laten blijken op de tabellen 4.1, 4.2 en 4.3. Op deze wijze worden deze tabellen verbeterd en/of aangevuld. Met het resultaat uit deze interviews kan een meer betrouwbaar en valide onderzoek worden geleverd en dit zal ten goede komen van de kwaliteit van de uiteindelijke aanbevelingen.

Tabel 4.1 betreft de factoren van financiering welke per alternatieve financieringsvorm zijn ingevuld. Per alternatieve financieringsvorm zullen de ingevulde factoren van financiering op juistheid worden getoetst. Daarnaast zijn verschillende factoren van financiering nog niet ingevuld, deze worden getracht in te vullen middels de kennis van de deskundigen. Daarnaast zal worden gevraagd naar uitbreiding van de tabel.

Tabel 4.2 en 4.3 omvatten de voor- en nadelen van de extern eigen vermogen financieringsvormen en mezzanine leningen. Deze voor- en nadelen zullen tevens worden getoetst op juistheid. Tevens hier zal worden getracht de voor- en nadelen uit te breiden aan de hand van de kennis van de deskundigen.

Het interview zal een half gestandaardiseerd interview zijn. Het interview is deels van te voren vastgesteld maar heeft tevens een open karakter, wel zullen er van te voren vragen worden opgesteld (Verhoeven, 2011). Belangrijk is dat er ‘bewegingsruimte’ blijft (Verhoeven, 2011). De vragen zijn opgesteld op basis van de tabellen 4.1, 4.2 en 4.3 van het theoretisch kader. Deze zijn in elk interview aan bod gekomen. Daarnaast krijgt ieder interview een eigen karakter door onder andere de verschillende expertisen van de geïnterviewden.

5.2.2 Populatie

Ten behoeve van dit onderzoek is het noodzakelijk interviews af te nemen. De populatie dient te worden beschreven om een keuze te maken met betrekking tot de deskundigen welke worden benaderd ten behoeve van een interview. Gezocht is naar deskundigen welke werkzaam zijn op het gebied van financieringen, gespecificeerd op alternatieve financieringen of vastgoedfinancieringen. Daarnaast kan een deskundige worden geïnterviewd welke werkzaam is op het gebied van vastgoedfinanciering specifiek op het gebied van woningrealisatie.

Onderstaand zijn de geïnterviewden kort geïntroduceerd en zijn de specialismen toegelicht. Dit is tegelijkertijd de reden waarom deze deskundigen zijn benaderd voor een interview. Daarnaast heeft door hun verschillende expertisen het gesprek wat aanvullende informatie op basis van hun eigen expertise gekregen.

Hendrik van Zadelhoff

Hendrik van Zadelhoff is een deskundige op het gebied van (alternatieve) financiering. Dhr. van Zadelhoff is sinds 1986 actief in de financiële dienstverlening en is werkzaam geweest bij onder andere de ING en Bouwfonds. Momenteel is dhr. van Zadelhoff werkzaam bij het crowdfunding platform Bouwaandeel en is hij partner bij Claassen, Moolenbeek & Partners. Dhr. van Zadelhoff is benaderd voor een interview vanwege de betrokkenheid van Bouwaandeel bij een woningrealisatie in Arnhem, welke voor een deel €100.000 middels crowdfunding is gefinancierd.

Diana Gunckel

Diana Gunckel is sinds 1996 werkzaam in de branche banking & finance. Het specialisme is het juridische aspect. Sinds 2011 is mevr. Gunckel werkzaam bij Kienhuis en Hoving te Enschede. Vanwege het specialisme op het gebied van banking en finance is mevr. Gunckel benaderd voor een interview waaraan medewerking is verleend.

Jeroen Willems

Jeroen Willems is sinds 1999 werkzaam in de (alternatieve) financiële dienstverlening. Dhr. Willems heeft zijn opleiding genoten aan de universiteit van Maastricht en bezit de titel Master of Science International Business. In 1999 is dhr. Willems zijn loopbaan begonnen bij de ING, waarna zijn loopbaan is voortgezet bij ICC Consultancy. Momenteel is dhr. Willems directeur en eigenaar van bij White Forest Strategic Finance en is specialist op het gebied van alternatieve financiering.

Frank Wijlens

Frank Wijlens is sinds 1994 werkzaam in de bancaire sector en is dat sinds 1996 bij de ING. Binnen de ING zijn meerdere functies bekleed en momenteel is dhr. Wijlens actief als relatiemanager grootbedrijf. Zijn opleiding heeft dhr. Wijlens genoten aan de Rijksuniversiteit van Groningen. Dhr. Wijlens bezit de titel Master of Science Economiscs. Hij is bereid gevonden mee te werken aan het interview.

Marc Westerhof

Marc Westerhof is sinds 1994 werkzaam in de bancaire sector. Dhr. Westerhof beoefent zijn beroep tot en met 2007 bij de Rabobank waarna dhr. Westerhof zelfstandig is gaan werken. Dhr. Westerhof heeft ruime ervaring op gebied van zakelijke financieringen, schrijven financieringsmemoranda, begeleiding van bedrijfsoverdrachten, waardebeoordelingen van bedrijven en het (mede) creëren van nieuwe business modellen. Daarnaast worden vakinhoudelijke trainingen verzorgt voor bankiers en accountants welke gaan over onder andere Basel III, schrijven kredietrapportages, kasstroomanalyses, waardebeoordelingen en vastgoedfinancieringen.

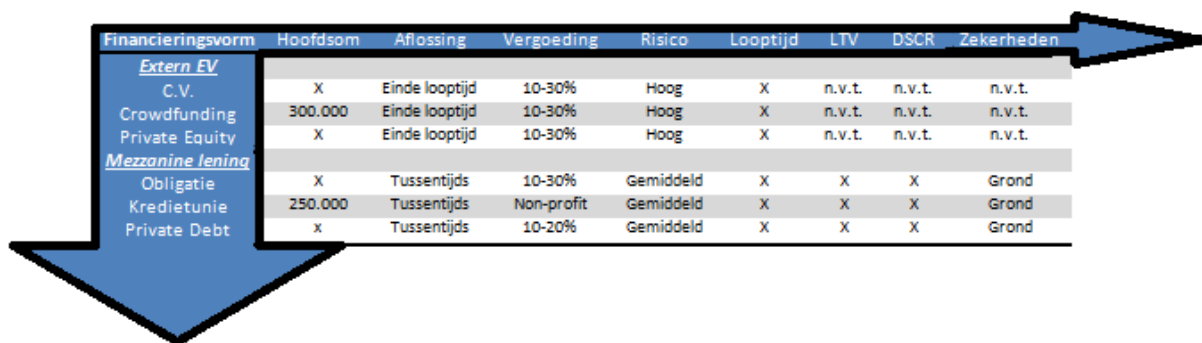
5.3 Dataverzameling/verwerking

Het interview zal worden opgebouwd in twee delen. Dit betreffen de factoren van financiering welke zijn gevisualiseerd in tabel 4.1, daarnaast worden de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm uit tabel 4.2 en 4.3 in de praktijk getoetst.

5.3.1 Uitbreiding tabel 4.1

Het eerste deel van het interview omvat twee vragen. De eerste twee vragen worden gesteld ter uitbreiding van tabel 4.1. Deze vragen betreffen of de deskundige nog een extra alternatieve financieringsvorm weet en of de deskundige nog een extra factor van financiering weet. Deze uitbreiding kan zowel in alternatieve financieringsvormen als in factoren van financiering.

1. Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?
2. Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?



Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
Extern EV								
C.V.	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	300.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Mezzanine lening								
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	Non-profit	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Private Debt	X	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	X	X	X	Grond

Afbeelding 5.1 Visualisering van het interview factoren van financiering (Eigen bewerking, 2015)

5.3.2 Factoren van financiering

De factoren van financiering zijn input voor het tweede deel van het interview ter optimalisatie van de voor- en nadelen. Nog niet alle factoren van financiering zijn ingevuld op basis van het theoretisch kader. Dit is tevens input voor de interviews. Na beantwoording van de eerste twee vragen kan inhoudelijk op tabel 4.1 worden ingegaan. Per financieringsfactor is een vraag opgesteld, deze vraag dient te worden beantwoord voor elke alternatieve financieringsvorm. Op deze wijze zijn acht vragen geformuleerd welke per alternatieve financieringsvorm worden beantwoord. Wanneer uit de eerste twee vragen een uitbreiding op de tabel is gekomen zal tevens deze factor of financieringsvorm inhoudelijk worden behandeld. Voor de mezzanine leningvormen geldt dat tevens de financieringsfactoren ingevuld dienen te worden, daar waar dit voor extern eigen vermogen vormen niet mogelijk is.

3. Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?
4. Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?
5. Verschilt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?
6. Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?
7. Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?

8. Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?
9. Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?
10. Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?

5.3.3 Voor- en nadelen alternatieve financieringsvormen

Daarnaast zijn de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm input voor het interview. De deskundige zal naar zijn mening worden gevraagd met betrekking tot voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm en de bevindingen vanuit het theoretisch kader zullen de geïnterviewde worden voorgelegd. Eveneens zal per alternatieve financieringsvorm de voor- en nadelen worden besproken. De deskundige zal zijn mening geven over de juistheid van de voor en nadelen. Daarnaast zal worden gevraagd naar aanvulling op de voor- en nadelen. Tijdens het derde deel van het interview staat slechts één vraag centraal.

11. De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?

5.4 Dataverwerking

In deze paragraaf worden de belangrijkste uitkomsten van het interview nader toegelicht. Dit zijn aspecten welke naar voren zijn gekomen die directe betrekking hebben op de gedane bevindingen uit het theoretisch kader. De volledig uitgetypte interviews bevinden zich in bijlage 2 tot en met 6. De interviews met Dhr. van Zadelhoff, Mevr. Gunckel, Dhr. Willems, Dhr. Wijlens en Dhr. Westerhof vormen de input voor deze paragraaf en de uitspraken zullen door elkaar worden gebruikt ten behoeve de structuur van de tekst. Tabel 4.1 fungeert als input voor het interview welke is afgenomen onder de deskundigen. Op basis van het praktijkonderzoek zijn wijzigingen aangebracht ten opzichte van de tabel vanuit het theoretisch kader. In tabel 5.1 is de aangepaste informatie af te lezen. De subparagrafen zijn op eenzelfde manier gestructureerd als in de vorige paragraaf.

5.4.1 Uitbreiding tabel 4.1

Het interview begint met de twee vragen ter uitbreiding van tabel 4.1. Op de vraag met betrekking tot de wegingsfactor is opgemerkt dat geen rekening met de kosten is gehouden (Gunckel, 2015). De kosten zijn met name hoog voor financieringsvormen die binnen het toezicht vallen van de AFM. Dit komt omdat aan allerlei eisen moet worden voldaan en vergunningen vereist zijn. Boven een bepaald bedrag valt de financiering buiten het toezicht van de AFM waardoor dit traject vermeden wordt. De kleine financieringen hebben dus relatief meer kosten dan grote financieringen (Gunckel, 2015). Door deze bevinding is aan crowdfunding en kredietunie 'hoog' toegevoegd en aan private equity en private debt 'laag'.

Naar aanleiding van de interviews zijn geen nieuwe alternatieve financieringsvormen input geworden van tabel 5.1. De uitbreiding blijft beperkt tot de financieringsfactor 'kosten'. Dit naar aanleiding van een aanmerking van mevrouw Gunckel. Tevens wordt in de praktijk ervaren dat partijen deze factor vergeten. Met de financieringskosten dient dus terdege rekening mee te worden gehouden. Deze factor valt echter niet voor elke financieringsvorm vast te stellen. De aanpassingen op basis van de interviews zijn ter verduidelijking groen gemarkeerd in tabel 5.1.

5.4.2 Factoren van financiering

Crowdfunding heeft betrekking op redelijk kleine bedragen, het financieringsplafond middels crowdfunding zal rond de €1.000.000 liggen (Willems, 2015). Dit heeft met name te maken met dat crowdfunding juridisch hetzelfde is als de andere financieringen. In zoverre is het verschil ten opzichte van andere financieringsvormen slechts het verschil in het bedrag dat wordt gefinancierd (Gunckel, 2015). Wanneer de bedragen van financiering groter worden vervalt het principe van crowdfunding. De hoogste hoofdsom zal verkregen kunnen worden middels private equity dan wel private debt. Deze financieringsvormen kennen nauwelijks beperkingen, het financieringsplafond is afhankelijk van het onderliggende project. Dhr. Willems heeft financieringen van meer dan €100.000.000 waargenomen middels private debt (Willems, 2015). De vergoeding voor een private debt financiering zal liggen tussen de 10 en 20 %.

De aflossing en de looptijd hebben met elkaar te maken. De aflossing en looptijd zijn beide factoren waar afspraken over gemaakt kunnen worden. Hiermee wordt bedoeld dat niet in algemene zin valt te zeggen of dit een factor is waarom een financiering wel of niet geschikt is. Terecht is in het theoretisch kader opgemerkt dat normaliter met eigen vermogen financiering pas aan het einde wordt afgelost en dat met vreemd vermogen tussentijdse aflossing gebruikelijk is. De looptijd zal afhankelijk zijn van het onderliggende project. Wanneer een financier hier niet in kan tegemoet komen, is de financiering niet haalbaar.

Tevens zijn de vergoeding en risico factoren welke een nadrukkelijke samenhang hebben. Dhr. Westerhof geeft aan wanneer de risico/rendementsverhouding 'goed' is, een financiering altijd verkrijgbaar is. Met een 'goede' risico/rendementsverhouding wordt bedoeld dat de vergoeding dusdanig is dat het tevens voor de financier loont om in een relatief risicovol project te financieren. Het verschil in risico welke is gevisualiseerd in tabel 4.1 tussen extern eigen vermogen en mezzanine lening geeft de verhouding goed weer. Extern eigen vermogen financieringen zijn risicovoller dan mezzanine leningen. Dit heeft onder andere met de zekerheden te maken, welke tevens staan weergegeven in tabel 4.1. Dit is echter vanuit perspectief van de financier, daar waar het perspectief van de ontwikkelaar tegenovergesteld is.

Daarnaast kunnen de financieringsfactoren vreemd vermogen niet worden ingevuld in deze tabel. De deskundigen geven aan dat dit een onderdeel is van een berekening van de gehele projectfinanciering. Voor deze berekening zijn onderdelen nodig welke op basis van de theorie niet voorhanden zijn. Daarom blijven de LTV en DSCR ratio onbeantwoord in tabel 5.1. Tevens zijn voor de berekening van de DSCR ratio inkomsten benodigd. De zekerheden zijn een belangrijke factor binnen het financieren van risicovolle projecten. Echter wordt terecht opgemerkt dat de grond het enige object is waar een zekerheid op kan worden verkregen.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Kosten	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
<u>Extern EV</u>									
C.V.	X	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	1.000.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	100.000.000	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
<u>Mezzanine lening</u>									
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	Hoog	X	X	X	Grond
Private Debt	100.000.000	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond

Tabel 5.1 Factoren van financiering na interviews (Eigen bewerking, 2015)

5.4.2 Voor- en nadelen alternatieve financieringsvormen

Het derde deel van het interview omvat de voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm. De deskundige zal naar zijn mening worden gevraagd met betrekking tot voor- en nadelen per alternatieve financieringsvorm en de bevindingen vanuit het theoretisch kader zijn de geïnterviewde voorgelegd. Eveneens zijn per alternatieve financieringsvorm de voor- en nadelen behandeld. Tabel 5.2 visualiseert de voor- en nadelen van extern eigen vermogen financieringsvormen na input van de interviews. De input van de interviews is na tabel 5.2 tekstueel toegelicht.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V. Crowdfunding	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 5.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen vormen na interview (Eigen bewerking, 2015)

De vastgoed C.V. en private equity hebben veel dezelfde kenmerken. Het verschil tussen de vastgoed C.V. en private equity is de juridische werking (Gunckel, 2015). Middels een vastgoed C.V. hebben stille vennoten geen directe inspraak. Middels private equity heeft dit zijn invloed op de inspraak van de financiers in het onderliggende project. Deze inspraak wordt verhoogd. Middels private equity kan echter meer vermogen worden verkregen dan middels een vastgoed C.V. Echter is het nadeel wat betreft de beleggingsfinanciering groot. Daar waar in tabel 5.1 rekening wordt gehouden met looptijd, is dat bij de beleggingsfinanciering een belangrijker aspect. Beleggingsfinancieringen worden meestal verstrekt met de bedoeling om op langere termijn een rendement te behalen. De projectfinanciering van woningrealisatie is korter. Mede hierdoor zijn beleggingsfinancieringen niet toepasbaar als projectfinancieringen. Daar waar dit voor ondernemingsfinancieringen makkelijker kan.

Crowdfunding zonder (hypothecaire) zekerheid is een mogelijkheid. De meningen van de deskundigen verschillen hier echter over. Crowdfundplatform bouwaandeel wil alleen financieringen met (hypothecaire) zekerheid verstrekken. Dit komt door het kennisgebrek van de risico's welke de 'normale' participant heeft (Zadelhoff, 2015). Teven ziet dhr. Wijlens geen succes in het financieren zonder zekerheden, die van mening is dat het grootste risico aan de ontwikkelaar toebehoort. Echter is crowdfunding ontstaan voor het verschaffen van het risicovolle kapitaal en daardoor is Mevr. Gunckel van mening dat crowdfunding hierdoor uitermate geschikt binnen de kaders van dit onderzoek (Gunckel, 2015). Daarnaast is tevens uit vorige vragen gebleken dat crowdfunding nog steeds een groeiende markt is, tevens voor de woningrealisatie. Platform Bouwaandeel ziet de crowdfunding campagnes ruim voor deadline de streeffinanciering behalen. Reeds is een financieringsaanvraag uitgeschreven met de hoofdsom van €300.000.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties Kredietunie	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
	Non-profit	Relatief kleine financiering
	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Private Debt	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 5.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen na interview (Eigen bewerking, 2015)

Vastgoedobligaties zijn toegepast in de woningrealisatie, echter is het nadeel een terechte opmerking. Dit zijn met name beleggingen waarin deze vorm wordt toegepast. De participanten financieren voor een lange termijn met het doel rendement te behalen. Evenals bij de extern eigen vermogen financieringsvormen worden de beleggingsfinancieringsvormen niet geschikt geacht te fungeren als projectfinanciering. Dit heeft met de looptijd van de woningrealisatie te maken, welke doorgaans niet zo lang is als een belegging. Deze vorm wordt niet geschikt geacht om te fungeren als projectfinanciering (Zadelhoff, 2015).

De kredietunie is een heel oud financieringsmodel welke door de financieringsproblematiek opnieuw in beeld is gekomen. Echter een aanpassing ten opzichte van de theorie is dat wel een vergoeding aanwezig is bij de financieringsvorm. In de praktijk werkt het meer als welvarende personen of ondernemingen welke een speciale binding hebben met een project dat de financiers voor een lage vergoeding willen financieren, omdat het project anders stagneert (Willems, 2015). Dhr. Westerhof heeft een andere visie op wat hij onder een kredietunie wordt verstaan, dhr. Westerhof ziet het meer als een bancaire instelling welke op een specifieke branche is gericht. Het probleem van kredietunies zit in het volume, het verdienmodel zit in de marge op het uit te lenen geld. Indien een financiering een financiering verstrekt welke niet wordt terugbetaald, komt de kredietunie gelijk in de financiële problemen. Dit is mede oorzaak waardoor een kredietunie slechts sporadisch voorkomt en in de vastgoedsector nog helemaal niet voorkomt.

De deskundigen zien de meeste toekomst in een private debt financiering. Dit heeft met name te maken met het feit dat extern eigen vermogen in het geheel niet als haalbare financiering wordt gezien. Financiers willen voor zover mogelijk zekerheid. Binnen de kaders van dit onderzoek is dat uitsluitend het recht van onderpand op de grond dat kan worden verworven. Daarnaast is private debt een vorm welke middels projectfinanciering kan worden verworven en tevens waar veel vermogen mee kan worden opgehaald. Dit is uiteraard afhankelijk van het onderliggende project.

5.5 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de deelvraag “Hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?” beantwoord. Dit is gedaan door het afnemen van interviews met deskundigen. De tabellen welke zijn opgesteld op basis van het theoretisch kader fungeerden als input voor deze interviews. Deze tabellen zijn op juistheid getoetst en op aanvullingen/verbeteringen welke de deskundigen hebben aangedragen.

Na de interviews is tabel 4.1 aangevuld en verbeterd. Dit heeft geresulteerd in tabel 5.1. Na de interviews is gebleken dat de bevindingen uit het theoretisch kader tevens in de praktijk toegepast worden. Echter zijn veel subjectieve aspecten aanwezig waardoor uitspraken in algemene zin lastig zijn.

Als aanvulling op tabel 4.1 zijn de financieringskosten toegevoegd. Deze zullen relatief groot zijn wanneer een lagere hoofdsom kan worden verkregen middels de alternatieve financieringsvorm. Hierdoor zijn de kosten voor crowdfunding en de kredietunie hoog zijn. Daarnaast is gebleken dat middels private equity en private debt reeds €100.000.000 is gefinancierd. Dit komt mede omdat dit opportunity fondsen zijn. Daarnaast lijkt middels crowdfunding nabij de €1.000.000 kan worden gefinancierd. Echter is dit geen geheel dekkend feit, maar gebaseerd op de meningen en verwachtingen van de deskundigen. Tevens is naar de bandbreedte van de vergoedingen gekeken. Waar deskundigen het met name eens over waren, was het feit dat wanneer de vergoeding een juiste verhouding gaf tot het risico, altijd een financiering te verkrijgen is. Daarnaast is gebleken dat participanten van een vastgoed C.V. en private equity fonds hogere vergoedingen zullen vragen dan de overige participanten in de alternatieve financieringsvormen. De kredietunie daarentegen is in de praktijk niet non-profit. De kredietunie hanteert wel lagere vergoedingen dan de overige alternatieve financieringsvormen.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Kosten	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
Extern EV									
C.V.	X	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	1.000.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	100.000.000	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Mezzanine lening									
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	Hoog	X	X	X	Grond
Private Debt	100.000.000	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond

Tabel 5.1 Factoren van financiering na interviews (Eigen bewerking, 2015)

De tabellen met betrekking tot de voor- en nadelen zijn niet aangepast maar daar zijn de voor- en nadelen besproken. Dit heeft niet geresulteerd tot nieuwe voor- en nadelen maar wel tot onderbouwingen van de al aanwezige voor- en nadelen.

Voor zowel de extern eigen vermogen financieringen als voor de mezzanine leningen geldt dat de beleggingsfinancieringsvormen niet geschikt kunnen zijn als projectfinanciering. Dit heeft te maken met de looptijd van de financiering en de risico's. Hierdoor zullen de vastgoed C.V. en de vastgoedobligaties niet succesvol zijn binnen de kader van dit onderzoek. De ondernemingsfinancieringen kunnen makkelijker als projectfinanciering fungeren. Echter zullen extern eigen vermogen financieringen minder van toepassing zijn doordat geen zekerheden op de grond kunnen worden gevestigd en dat ze achtergesteld zijn op uitbetaling. De focus ligt dus op de mezzanine leningen. Echter is crowdfunding bekend om de financieringen welke via de doorgaans begane wegen niet haalbaar zijn geweest, waardoor crowdfunding wel een alternatief kan zijn binnen de kaders van dit onderzoek.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V.	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
Crowdfunding	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 5.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen vormen na interview (Eigen bewerking, 2015)

Tevens blijkt de kredietunie niet toepasbaar als alternatieve financieringsvorm. Dit komt mede omdat die niet aanwezig is voor de vastgoed of ontwikkelingsbranche. Daarnaast bestaan veel onduidelijkheden over deze alternatieve financieringsvorm en zijn in het verleden meerdere varianten mislukt. Tevens is private debt nog een onduidelijke financieringsvorm. Dit komt omdat het een relatief nieuwe alternatieve financieringsvorm is. Maar er kan veel vermogen mee worden opgehaald en tevens kan een zekerheid op de grond worden verworven. Daarnaast zou deze vorm in de constructie van een projectfinanciering kunnen geschieden.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
Kredietunie	Non-profit	Relatief kleine financiering
	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Private Debt	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 5.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen na interview (Eigen bewerking, 2015)



Analyse

6. Conclusies en aanbevelingen

6 Conclusies en aanbevelingen

6.1 Inleiding

Het laatste onderdeel van het onderzoek is het analyse deel. Daarna is middels TPA-structuur het onderzoek afgerond. In dit hoofdstuk wordt de volgende deelvraag beantwoord: *‘Welke conclusies zijn te trekken, en welke aanbevelingen kunnen worden gedaan, na afronding van het theoretisch kader en de aanvullingen uit het praktijkonderzoek?’* Daarnaast wordt ingegaan op de beantwoording van de hoofdvraag: *‘Wat zijn de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?’*. De koppeling tussen de theorie en praktijk wordt gemaakt in de conclusie. Na deze conclusie kunnen aanbevelingen worden geformuleerd voor de opdrachtgever Ter Steege Groep.

6.2 Conclusie

In deze paragraaf worden de deelvragen van het onderzoek nogmaals beantwoord, waarna de probleemstelling wordt beantwoord. Daarnaast worden de uitkomsten geanalyseerd waarna in de volgende paragraaf de aanbevelingen kunnen worden geschreven.

Wat wordt binnen het kader van dit onderzoek verstaan onder de initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen?

De initiatief- en planontwikkelingsfase welke betrekking hebben op het realiseren van woningen betreffen de fasen waarin de verkoop nog niet is begonnen en dus de eindgebruiker niet in beeld is. De risico's in de initiatief- en planontwikkelingsfase zijn dusdanig hoog dat geen partij te vinden zal zijn die het project geheel zal financieren. Dit heeft te maken met de zekerheden die nog niet aanwezig zijn. Essentiële factoren als het aantal woningen of grondkosten kunnen nog veranderen. Deze risico's zijn onder te verdelen in planontwikkelingsrisico's, grondexploitatie risico's, publiekrechtelijke risico's en het afzetrisico. De kosten welke in deze fasen gefinancierd dienen te worden zijn de investeringskosten. Onder investeringskosten wordt binnen de kaders van dit onderzoek verstaan; alle kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase.

Welke factoren spelen een rol bij alternatieve financieringsvormen?

Als eerste is de factor vermogen aanwezig. Uit het theoretisch kader is gebleken dat de investeringskosten dienen te worden gefinancierd middels eigen vermogen of een mezzanine lening. Onderstaand is dit schematisch weergegeven.

- Eigen vermogen	- Vreemd vermogen
- Extern eigen vermogen	- Mezzanine lening
Door:	Door:
- opportunity fondsen	- opportunity fondsen
- vermogende particulieren	- vermogende particulieren
- institutionele beleggers	- institutionele beleggers

Daarnaast zijn factoren van financiering onderzocht welke inzicht kunnen verschaffen alternatieve financieringsvormen. Deze zijn onder te verdelen in vreemd vermogen financieringsfactoren en krediettechnische aspecten, deze hebben betrekking op zowel eigen- als vreemd vermogen. De financieringsfactoren vreemd vermogen zijn: de DSCR, de LTV en de zekerheden. Daarnaast zijn er de krediettechnische aspecten welke inzicht geven in zowel eigen- als vreemd vermogen financiering:

- Hoofdsom	- Aflossing
- Looptijd	- Vergoeding
- Risico	

Ten behoeve van de alternatieve financieringsvormen wordt de verdeling van extern eigen vermogen en de mezzanine lening gehandhaafd. De volgende financieringsvormen zijn onderzocht:

<i>Extern eigen vermogen</i>	<i>Mezzanine lening</i>
- Vastgoed C.V.	- Vastgoedobligatie
- Crowdfunding	- Kredietunie
- Private Equity	- Private Debt

In hoeverre kunnen uitspraken worden gedaan welke inzicht geven in de voor- en nadelen van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van het realiseren van woningen, op basis van het theoretisch kader?

Op basis van het theoretisch kader zijn tabel 4.1, 4.2 en 4.3 samengesteld. De alternatieve financieringsvorm zijn langs de linkerzijde van tabel 4.1 weergegeven. Middels deze tabel worden deze alternatieve financieringsvormen getoetst aan de factoren van financiering welke aan de bovenzijde van tabel 4.1 staan.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
<u>Extern EV</u>								
C.V.	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	300.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	X	Einde looptijd	10-30%	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
<u>Mezzanine lening</u>								
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	Non-profit	Gemiddeld	X	X	X	Grond
Private Debt	x	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	X	X	X	Grond

Tabel 4.1 Factoren financiering (Eigen bewerking, 2015)

In tabel 4.2 zijn de voor- en nadelen van extern eigen vermogen financiering op basis van het theoretisch kader gevisualiseerd. Deze tabel is tevens input geweest voor de interviews in hoofdstuk vijf.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V.	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
Crowdfunding	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 4.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen financieringsvormen (Eigen bewerking, 2015)

In tabel 4.3 zijn de voor- en nadelen van de mezzanine leningen op basis van het theoretisch kader gevisualiseerd. Deze tabel is tevens input geweest voor de interviews in hoofdstuk vijf.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
Kredietunie	Non-profit	Relatief kleine financiering
	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Private Debt	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 4.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen (Eigen bewerking, 2015)

Hoe kijken deskundigen tegen de voor- en nadelen aan, van alternatieve financieringsvormen ten behoeve van de kosten die worden gemaakt in de initiatief- en planontwikkelingsfase, op basis van de theorie?

Ten behoeve van de beantwoording van deze vraag zijn interviews afgenomen met deskundigen. Input voor deze interviews zijn de tabellen 4.1, 4.2 en 4.3. De aanpassingen zijn toegepast, dit heeft geresulteerd in tabel 5.1, 5.2 en 5.3. De tabellen met betrekking tot de voor- en nadelen zijn niet aangepast maar daar zijn de voor- en nadelen besproken. Dit heeft niet geresulteerd tot nieuwe voor- en nadelen maar wel tot onderbouwingen van de al aanwezige voor- en nadelen.

Financieringsvorm	Hoofdsom	Aflossing	Vergoeding	Risico	Kosten	Looptijd	LTV	DSCR	Zekerheden
Extern EV									
C.V.	X	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Crowdfunding	1.000.000	Einde looptijd	10-30%	Hoog	Hoog	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Private Equity	100.000.000	Einde looptijd	20-30%	Hoog	Laag	X	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Mezzanine lening									
Obligatie	X	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond
Kredietunie	250.000	Tussentijds	10-20%	Gemiddeld	Hoog	X	X	X	Grond
Private Debt	100.000.000	Tussentijds	10-30%	Gemiddeld	Laag	X	X	X	Grond

Tabel 5.1 Factoren van financiering na interviews (Eigen bewerking, 2015)

De factoren welke groen zijn gearceerd zijn toegevoegd na bevindingen vanuit de interviews. De overige ingevulde factoren betreffen met name de verschillen tussen extern eigen vermogen en de mezzanine leningen. Via opportunity fondsen zijn reeds financieringen van meer dan €100.000.000 gefinancierd. Daarnaast is crowdfunding naar mening van de deskundigen geschikt om in de toekomst financieringen van €1.000.000 te financieren. Tevens zijn de vergoedingen aangepast, mede rekening houdende met de risico's van de desbetreffende financieringsvorm. Daarnaast is een nieuwe factor toegevoegd, financieringskosten.

Extern EV	Voordelen	Nadelen
Vastgoed C.V.	Hoge financiering	Doorgaans beleggingsfinanciering
Crowdfunding	Fungeert tevens als marketingcampagne	Bestaande (vastgoed) platforms werken met hypothecaire zekerheid
Private Equity	Nog steeds groeiende markt	Relatief kleine financiering
	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering
		Slecht imago

Tabel 5.2 Voor- en nadelen extern eigen vermogen vormen na interview (Eigen bewerking, 2015)

Naar aanleiding van tabel 5.2 waren de deskundigen het eens dat beleggingsfinancieringen ongeschikt zijn binnen de kaders van dit onderzoek. Ondernemingsfinancieringen daarentegen zijn makkelijker toepasbaar als projectfinanciering. De deskundigen zien geen toekomst meer in extern eigen vermogen financieringen door het verleden waarin deze zijn mislukt. Volgens de deskundigen moet Ter Steege Groep zich gaan richten op mezzanine leningen. Een eventuele uitzondering kan crowdfunding zijn, gezien de populariteit.

Mezzanine lening	Voordelen	Nadelen
Vastgoedobligaties	Reeds toegepast in woningrealisatie	Doorgaans beleggingsfinanciering
Kredietunie	Non-profit	Relatief kleine financiering
	Kennis branche en regio	(nog) Niet in vastgoed toegepast
Private Debt	Financiert risicovol	Ondernemingsfinanciering

Tabel 5.3 Voor- en nadelen mezzanine leningen na interview (Eigen bewerking, 2015)

De vastgoedobligatie is geen alternatief binnen de kaders van dit onderzoek omdat het een beleggingsfinanciering omvat. De kredietunie is eveneens geen alternatief omdat deze nog niet aanwezig is voor de vastgoed- of ontwikkelingsbranche. Ten behoeve van private debt worden steeds meer projecten middels deze vorm gefinancierd. De deskundigen zien de meeste toekomst in deze alternatieve financieringsvorm.

6.3 Aanbevelingen

In deze paragraaf zullen de aanbevelingen worden geformuleerd welke op basis van dit onderzoek kunnen worden gedaan richting opdrachtgever Ter Steege Groep.

In tabel 6.1 is weergegeven wat op basis van dit onderzoek valt aan te bevelen over de onderzochte alternatieve financieringsvormen. De alternatieve financieringsvormen private debt en crowdfunding kunnen geschikt zijn om de kosten uit de initiatief- en planontwikkelingsfase ten behoeve van woningrealisatie te financieren. De overige onderzochte alternatieve financieringsvormen zijn om verschillende redenen niet geschikt. Deze redenen zijn reeds uitgebreid toegelicht.

Geschikt	Ongeschikt
Private Debt	Vastgoedobligatie
Crowdfunding	Vastgoed C.V.
	Kredietunie
	Private Equity

Tabel 6.1 Conclusie alternatieve financieringsvormen

De aanbeveling welke vanuit dit onderzoek kan worden gedaan is een crowdfunding financiering toe te passen. Dit heeft te maken met dat crowdfunding veel voordelen heeft. Echter dient kleinschalig te worden begonnen. Gerealiseerde financieringen middels crowdfunding voor woningrealisaties zijn tot €300.000 gerealiseerd. Echter is wel gebleken dat deze financieringen voor de gestreefde einddatum al gerealiseerd waren, wat de populariteit aangeeft. Het voorbeeld van de realisatie middels crowdfunding in Arnhem is in bijlage 1 toegevoegd. Daarnaast krijgt crowdfunding vaak publiciteit, wat Ter Steege positieve aandacht kan opleveren. Tevens kunnen door de kleinschaligheid van de financiering bewoners of andere direct betrokkenen een bijdrage leveren aan de verbetering van de directe omgeving.

Daarnaast kan op basis van dit onderzoek worden aanbevolen om een private debt financiering toe te passen. Voor de grotere financieringen lijkt private debt een alternatief. De private debt financiering is een mezzanine lening. De overige mezzanine leningen zijn, om andere redenen, niet geschikt gebleken. De voordelen van private debt zijn dat veel geld kan worden verkregen middels deze financieringsvorm, er zekerheden kunnen worden verworven op de grond en dat financiers weten dat middels deze vorm risicovol gefinancierd wordt, omdat het een opportunityfonds is. Daarnaast is gebleken uit de interviews dat de voorkeur voor de financiers uitgaat naar een mezzanine lening. Echter bestaan over deze alternatieve financieringsvorm ook nog veel onduidelijkheden, waardoor een nader onderzoek wordt aanbevolen. Dit kan in de vorm van een casestudy, specifiek gericht op een project waar private debt op toegepast dient te worden.

6.4 Reflectie

Ten behoeve van de verhoging van de betrouwbaarheid dient een reflectie te worden geschreven op het verrichte onderzoek. Deze reflectie zal worden beschreven aan de hand van de kwaliteit van onderzoek welke voorafgaand aan het onderzoek is geformuleerd. Daarnaast kan worden aangegeven waar de sterke punten en zwakheden liggen van het verrichte onderzoek.

De betrouwbaarheid van het onderzoek houdt in of het onderzoek (virtueel) herhaalbaar is (Verhoeven, 2011). Dit betekent in welke mate herhaalbare onderzoeken dezelfde uitkomsten hebben, dit geeft weer hoe betrouwbaar het onderzoek is. Wanneer eenzelfde onderzoek zal worden uitgevoerd bestaat een kans dat andere alternatieve financieringsvormen input zullen zijn voor het theoretisch kader. De onderzochte alternatieve financieringsvormen zijn niet theoretisch onderbouwd dat deze financieringsvormen daadwerkelijk een alternatief kunnen zijn voor woningrealisatie. Deze zijn uit algemene financieringsbronnen gefilterd. Echter dient het onderzoek juist omdat geen alternatieve financieringsvorm voor Ter Steege Groep haalbaar was. Daarnaast gaf geen van de deskundigen aan dat een andere alternatieve financieringsvorm input kon vormen ten behoeve van dit onderzoek.

Tevens zijn alle theoretische bronnen controleerbaar. Elke bron is weergegeven in de literatuurlijst. Daarnaast is onderliggende literatuur gebruikt welke tevens tijdens de studie wordt gebruikt. Hierdoor is het theoretisch kader betrouwbaar en controleerbaar op juistheid. De twee belangrijkste begrippen in dit onderzoek zijn woningrealisatie en alternatieve financiering. Deze twee begrippen zijn tijdens het theoretisch kader consistent gebruikt en zijn uitgebreid toegelicht. Het praktijkonderzoek is opgebouwd aan de hand van vijf interviews. Dit hadden meer interviews kunnen zijn om meer en betere informatie te verkrijgen. De interviews zijn echter wel gehouden met deskundigen met verschillende expertisen om een breed referentiekader te hebben. Gesproken is met een crowdfunder, jurist, bancaire, alternatief financier en financieel adviseur.

Wanneer een onderzoek instrumenteel bruikbaar is kunnen de resultaten van het onderzoek worden gebruikt om bijvoorbeeld beleid uit te stippelen (Verhoeven, 2011). Hiervoor is het onderzoek niet specifiek genoeg voor. Het onderzoek is bruikbaar als opstart om alternatieve financiering toe te passen. De risico's zijn in kaart gebracht, zowel van de woningrealisatie als van alternatief financieren. Daarnaast zijn vier van de zes onderzochte alternatieve financieringsvormen in ieder geval niet bruikbaar. Private debt en crowdfunding kunnen wellicht nader worden onderzocht op daadwerkelijke toepasbaarheid.

Wanneer een onderzoek conceptueel bruikbaar is kunnen de resultaten van het onderzoek worden ingezet om een discussie op te starten (Verhoeven, 2011). Het onderzoek is conceptueel bruikbaar. De uitkomsten van het onderzoek zijn niet geheel dekkend maar Ter Steege Groep kan hiermee verder om de mogelijkheid van het toepassen van alternatief financieren van de realisatie van woningen. Private debt en crowdfunding zijn alternatieve financieringsvormen welke toepasbaar kunnen zijn gezien de voor- en nadelen binnen de kaders van dit onderzoek. De uitkomsten van dit onderzoek bevestigen dat.

De externe validiteit wordt ook wel populatievaliditeit genoemd. Dit heeft te maken met de afspiegeling van de populatie welke wordt gebruikt bij een steekproef (Verhoeven, 2011). Dit bepaalt mede de reikwijdte van het onderzoek. Als kanttekening hierbij kan worden geplaatst dat weinig interviews zijn afgenomen, wat reeds bij de betrouwbaarheid is vermeld. Dit komt de externe validiteit van het onderzoek niet ten goede.

Tevens speelt interne validiteit een rol. Interne validiteit betekent of het verband kan worden aangetoond tussen de gevonden informatie en de probleemstelling (Verhoeven, 2011). Dit betekend of gemeten is wat er gemeten diende te worden. De uitkomsten zijn niet dusdanig dekkend als vooraf voorspeld is. Dit komt mede doordat het onderzoek zich op een globaler niveau afspeelde doordat het niet toegepast is op een specifieke casus. Echter is het onderzoek nu toepasbaar als opstart voor een casus en kan met de beantwoording van de probleemstelling een casusonderzoek worden opgestart.

Literatuurlijst

- AFM. (2005). *Vastgoed CV's en maatschappen, een verkennende analyse*. Amsterdam: AFM.
- Amesz, H. (2011). *Leverage voegt geen enkele waarde toe aan investeringen in direct vastgoed*. Ronde tafel vastgoed.
- Andex. (2014, december). *Andex Vastgoedfinanciering*. Opgeroepen op februari 3, 2015, van <http://www.andex.nl/vastgoedfinanciering>
- BBO&F. (2015). *BBOenF*. Opgeroepen op maart 10, 2015, van Tien tips voor het aantrekken van een bedrijfsfinanciering: <http://www.bboenf.nl/tien-tips-voor-het-aantrekken-van-een-bedrijfsfinanciering/>
- Bekers, C. (2014). *CROWDFUNDING: EEN ALTERNATIEVE FINANCIERINGSVORM VOOR VASTGOEDONTWIKKELINGEN*. Amsterdam: ASRE.
- Berkhout. (2013). *Basisboek Vastgoedfinanciering*. Amsterdam.
- BiQ. (2015). *Over BiQ group N.V.*. Opgeroepen op april 13, 2015, van www.biqgroup.com: <https://www.biqgroup.com/overons>
- Blazís, M. (2014). *Kredietunie voor optiekbranche ?*
- Blokpoel, A. (2013, december 13). Gestapeld financieren. Nederland.
- Bouwaandeel. (2014). *Bouwaandeel crowdfunding voor vastgoed*. Opgeroepen op februari 16, 2015, van <http://bouwaandeel.nl/>
- Bouwaandeel. (2015). *Bouwaandeel, crowdfunding voor vastgoed*. Opgeroepen op maart 26, 2015, van <http://bouwaandeel.nl/#services>
- Burgwal, B. (2013, december 12). Gestapeld Financieren. Nederland.
- Capital Value. (2015). Ondanks record aan beschikbaar kapitaal zal aanbod huurwoningen niet voldoende stijgen. *Capital Value*, 2.
- Capital Value. (2014). *Woningbeleggingsmarkt in beeld*. Utrecht: Capital Value.
- De Kredietunie. (2014). *Kredietunies: van, voor en door ondernemers*. Opgeroepen op april 13, 2015, van www.dekredietunie.nl: <http://www.dekredietunie.nl/>
- Dijk, R. v. (2013, december 13). Gestapeld financieren. Nederland.
- Doornekamp, J. (2014). Vastgoed en crowdfunding: twijfelachtige combi. *Participaties.nl*, 2.
- Douw & Koren. (2014). *Douw & Koren crowdfunding consultansy*. Opgeroepen op februari 16, 2015, van <http://www.douwenkoren.nl/>
- Douw&Koren. (2015). *Crowdfunding in nederland 2014, de cijfers*. Opgeroepen op maart 18, 2015, van <http://www.douwenkoren.nl/crowdfunding-in-nederland-2014-de-cijfers/#aanvragen>
- DTZ. (2015). *Vervagende grezen, duidelijke contouren. Tendensen van de vastgoedmarkt*. DTZ Zadelhoff.
- EIB. (2014). Economisch instituut voor de bouw. *Woningbouw veert op in 2015*. Amsterdam: EIB.
- Ernst & Young. (2013). DNB zal afbouw risicoportfolio's bank afdwingen. *Vastgoedmarkt*, 1.

- EUR. (2015). *Hoe beoordeel ik de kwaliteit van een bron?* Opgeroepen op april 8, 2015, van Erasmus Universiteit Rotterdam:
http://www.eur.nl/ub_informatievaardigheden/e_learning/internet_research/stap_4_hoe_boordeel_je_bron_op_kwaliteit/
- Gids voor beleggen. (2014). *Crowdfunding als beleggingsvorm*. Opgeroepen op maart 13, 2015, van www.gidsvoorbeleggen.nl: <http://www.gidsvoorbeleggen.nl/beleggingsvormen/crowdfunding-als-beleggingsvorm/>
- Gool, Peter van (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff uitgevers.
- Haerzathe investments. (2012). *Prospectus obligatiefonds Haerzathe studentenunits I BV*. Oldenzaal: Haerzathe Investments.
- Hoek, T. v. (2008). *De Vastgoedlezing 2008*. Amsterdam: Amsterdam school of real estate.
- Hol, B. (2014). *De zin en onzin van crowdfunding in vastgoed- en gebiedsontwikkeling*. Real Estate Research Quarterly.
- Huisman, R. (2007). *De toegevoegde waarde van een onafhankelijk adviseur bij de financiering van projectontwikkeling*.
- ICC consultancy. (2015, maart 19). *(her)financieren op topcondities*. Opgeroepen op april 28, 2015, van www.icc-consultancy.nl: <http://www.icc-consultants.nl/uit-de-praktijk/herfinancieren-op-top-condities>
- ING Real Estate. (2014). *Visies op vastgoedfinanciering*. Nyenrode.
- Jong, A. d. (2007). *Hedgefondsen en private equity in Nederland*. Rotterdam: Erasmus universiteit Rotterdam.
- Keeris¹. (2001). Defenitie indirect beleggen. In P. v. Gool, *Onroerend goed als belegging* (p. 1).
- Klees, R. (2013, december 13). Gestapeld financieren. Nederland.
- Kleverlaan, R. (2015, mei 7). 'Crowdfunding kan zeer interessant zijn om innovaties te financieren'. *Financieel management*, p. 2.
- Koren, G. (2014, november 14). Webinar op zoek naar geld. (R. Klees, Interviewer)
- LFB vastgoed. (2015, maart 27). *Geld investeren*. Opgeroepen op mei 21, 2015, van www.geldvoorelkaar.nl/geld-investeren/projecten/project.aspx?id=10087
- Meijers, H. (2014). *De rendementseis, voor preferente aandelen bij bedrijfsopvolging*. www.pe-bedrijfsopvolging.nl.
- MKBservicedesk. (2015, februari 9). *Nieuwe manieren bedrijfsfinanciering*. Opgeroepen op april 15, 2015, van www.mkbservicedesk.nl: <http://www.mkbservicedesk.nl/6342/nieuwe-manieren-bedrijfsfinanciering.htm#>
- Mouwen, M. (2012). *De bank trekt zich terug. Welke alternatieven heb ik als onderneming*. Price Waterhouse Coopers.
- NEPROM. (2014, juni). *NEPROM, structureren en financieren van projecten*. Opgeroepen op februari 8, 2015, van <http://www.neprom.nl/opleidingen/structureren%20en%20financieren%20van%20projecten/default.aspx>
- Nijkamp, E. (2014). De invloeden van imago en conceptueel ontwikkelen op beleggingsfondsen. *Haerzathe*, <http://www.haerzathe.nl/>.

- Nozeman, E. (2013). *Handboek Projectontwikkeling*. Reed Bussines.
- NVP. (2014). Het verschil tussen private equity en hedgefonds. *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen* , 1.
- PwC. (2014). *Kansen creëren dankzij een kritische kijk*. Opgeroepen op januari 29, 2015, van PwC Vastgoed Projectontwikkeling: <http://www.pwc.nl/nl/vastgoed/projectontwikkeling.jhtml>
- Reulink. (2005). *Kwalitatief Onderzoek*. Dictaat kwalitatief onderzoek .
- Rietdijk, N. (2015, maart 20). Nieuwbouwwoning weer in trek. (NOS, Interviewer)
- RISMAN. (2005). Projectomgevingskaart. Nederland.
- Robeco. (2006). *Private Equity, het rendement van een bloeiende belegging*. Robeco.
- RTLZ. (2014, januari 22). *Kredietunie midden nederland zorgt voor financieringen tot €250.000*. Opgeroepen op april 13, 2015, van rtlz.nl: <http://www.rtlnieuws.nl/economie/home/kredietunie-midden-nederland-zorgt-voor-financieringen-tot-250000-euro>
- Samenwerkende Kredietunies. (2014, oktober 13). *Waarom Kredietunies?* Opgeroepen op maart 26, 2015, van samenwerkendekredietunies.nl: <http://samenwerkendekredietunies.nl/waarom-kredietunies/>
- Siks, P. (2015). *Alex Beleggerskompas*. Binck .
- Steege, H. T. (2015, februari 5). Kennismakingsgesprek. (J. Postma, Interviewer)
- Stoop, J. (2014, januari 4). Woningmarkt weer in de lift. (BNR, Interviewer)
- Vastgoedvergelijker. (2015, mei 8). *Vastgoedfondsen*. Opgeroepen op mei 8, 2015, van Vastgoedvergelijker: <http://www.vastgoedvergelijker.nl/vastgoedfondsen>
- Veenhoven, R. (2014). Vastgoedrekenen. Enschede, Overijssel, Nederland.
- Verhoeven, N. (2011). *Wat is onderzoek?* Den Haag: Boom Lemma Uitgevers.
- Vries, J.-L. d. (2011). Gaat de mezzanine financiering de vastgoedmarkt redden? *Vastgoedjournaal* , 2.
- Vroemen, T. (2013, september 9). *De beste risico-analist*. Opgeroepen op maart 26, 2015, van Crowdboutnow: <https://www.crowdboutnow.nl/blog/De-beste-risicoanalyst...>
- Weg, C. v. (2014). Gaan de banken weer op slot nu de tijden opnieuw onzeker zijn? *Ondernemingsbeurs* , p. 1.
- Wielen, S. v. (2014). *Alternatieve financieringsvormen voor zorgvastgoed*. Sint Oedenrode: Amsterdam school of real estate.
- WSW. (2014, juni 12). Nieuw beoordelingskader en werkwijze WSW. Nederland.

BIJLAGE 1 WONINGREALISATIE CROWDFUNDING

Door crowdfundingplatform Bouwaandeel is reeds een woningrealisatie gestart met een deels crowdfunding financiering. Het betreffen 3 geschakelde woningen in het centrum van Arnhem. Op afbeelding 1 zijn de kenmerken van de crowdfundingcampagne weergegeven en in afbeelding 2 de status op 28 mei 2015.

Ons project

Alle comfort van een duurzame nieuwbouwwoning gecombineerd met veel privacy verwacht je niet snel op loopafstand van de binnenstad. Het perceel aan de Vosdijk is dan ook een buitenkans. Het bestemmingsplan voorzag oorspronkelijk in een kantoorfunctie, iets wat niet meer aansluit bij de huidige marktvraag. Ons voorstel om hier drie woningen te ontwikkelen is door de gemeente dan ook enthousiast ontvangen en mogelijk gemaakt dankzij een bestemmingswijziging.

Op het perceel gaan we drie geschakelde woningen bouwen, elk met een oppervlak van maar liefst 140 vierkante meter. Elk van deze woningen wordt voorzien van een tuin op het zuiden met achterom, een externe berging en een privé parkeerplaats op eigen grond. Een grote monumentale rode beuk op het naastgelegen perceel zorgt voor een bijzondere beleving. De ruime opzet en het groen in de directe omgeving maken het voor de toekomstige bewoners een waar 'stadsparadijs'.

De totale stichtingskosten bedragen €627.000 (excl. BTW) waarbij i.v.m. termijnbetalingen vanuit de kopers de maximale kredietbehoefte op €275.000 uitkomt. De eigen inbreng bedraagt €175.000 en de financieringsbehoefte ligt op €100.000. De aangeboden lening loopt 9 maanden. Als zekerheid voor de financiering geldt een eerste hypotheek op een gedeelte van de grond dat later bij verkoop van de woningen wordt vervangen door verpanding van de vorderingen uit koopovereenkomsten.

Projectkenmerken:

Deelnemen vanaf €200 tot €5000

- €100.000 doelbedrag
- 9 maanden looptijd
- 6% rendement op jaarbasis
- Zekerheid: eerste hypotheek gevolgd door pandrecht
- Zie het Informatie Memorandum voor meer informatie.



Succesvol!

100%

Opgehaald: €100.000

Doel: €100.000

100% bereikt

Looptijd: 9 maanden

4.5% rendement (6%/j)

77 investeerders

Nog 18 dagen

BIJLAGE 2 INTERVIEW HENDRIK VAN ZADELHOFF

1. Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?

Meer dan 20% zoals Johan zei! wel moet dus hoe dan ook ergens aan eigen vermogen gekomen zien te worden. Goedkoper dan banken is niet te zeggen, deze fondsen zijn zeker een alternatief. De trend kan richting. Deze fondsen verschuiven om de eerder benoemde reden dat financiering van banken steeds minder wordt.

2. Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?

Obligatiefondsen dienen alleen effectief bij huurrealisatie, dit met het oog op de lange looptijd. Obligatiefondsen zijn complex en die opzetten heeft geen zin voor een looptijd van pak en beet een à twee jaar. 'Gewone' particuliere beleggers kunnen echter wel op korte termijn financieren, in koopwoningen dus. Dit heeft echter met de specifieke voorkeur van de belegger te maken. De ene zal het prettig vinden, de andere niet.

3. Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?

Dit is niet te zeggen. Dit zal te allen tijde afhankelijk zijn van het project. Heeft de belegger/financier vertrouwen in dat project? Dit hoeven niet altijd keuzes op basis van cijfers zijn. Een financier kan tevens op onderbuik gevoel investeren. Dit zal dan niet zoveel zijn als wanneer zwart op wit een plan kan worden onderbouwt.

4. Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?

Dit is afhankelijk van het project. Dit is een afspraak die voorafgaand aan de start moet worden gemaakt. Wanneer de afspraken duidelijk zijn kunnen hier in principe geen problemen optreden. Hele lange vertraging daargelaten.

5. Verschilt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?

De woningen moeten nog verkocht worden. Risico en je wil meer bieden dan de bank, overtuigen. Minimaal 4% rendement, 2% risicotoeslag voor een ontwikkelingsproject. De gedachte is toch wel dat de ontwikkelaar zelf moet gaan investeren, het is niet zo dat alternatieve financieringsvormen per definitie de risico's die de bank niet wil nemen gaat overnemen.

6. Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?

Nee dat zou ik niet kunnen. Crowdfunding is wel veiliger omdat je weinig geld inlegt. Verder zal het met name een relatie met het project hebben.

7. Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?

Hier valt weinig over te zeggen. De grote lijn zal zitten in het onderliggende project. Echter dient dit wel duidelijk te zijn. Vele vertraging kan voor frustratie zorgen voor beide partijen.

8. Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?

Ik denk dat de ontwikkelaar zelf minstens 20-30 % zal moeten gaan financieren met eigen vermogen. Dus een LTV van 70 lijkt mij het maximaal haalbare. Dan nog zal niet een financier zelf dit gaan financieren maar andere financiers zoeken om het risico te spreiden. Uitzonderingen daar gelaten.

9. Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?

Nee ik zou dat niet kunnen, ik denk tevens dat het meer betrekking heeft op langlopende beleggingen. Ben er ook niet zo bekend mee dat ik hier een uitgebreide mening over heb. Daarnaast hebben de ratio's betrekking op kasstromen, dus moet je nagaan wat de waarde hiervan is.

10. Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?

Alles kan, echter bouwaandeel verstrekt geen financieringen zonder zekerheden en denkt niet dat het binnen het kader van realisatie haalbaar is door de vele risico's die tevens in je onderzoek staan vermeld. Zeker wanneer genoeg zekerheden op de financiering gelegd kunnen worden. Een dekkende marktrapportage kan tevens een soort 'zekerheid' bieden. Banken financieren echt nauwelijks nog in ontwikkelingen. De nood wordt eerder hoger dan dat de banken langzaam maar zeker weer gaan financieren. Wanneer bouwvergunning of bestemmingsplan aanwezig is zijn er meer zekerheden en is de grond meer waard. Dus wellicht zijn er meer zekerheden dan alleen de grond, maar deze zekerheden zijn tastbaar wanneer een project sneuvelt.

11. De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?

Dit kan ik met name over crowdfunding beamen. Verbetering van de stad, tevens kan het als overtuiging/onderbouwing fungeren om te laten zien dat het project gesteund wordt bij een groot aantal mensen. Naast het rendement dat wordt geboden kan op deze manier een verbetering van de leefomgeving gerealiseerd worden. Door de openheid krijgt het project bekendheid. Normaal gesproken wordt een verkoopbrochure opgesteld en een bord geplaatst. Zo zien de voorbijgangers wat er gaande is. Wanneer er met crowdfunding wordt gerealiseerd krijgt het meer aandacht.

Het project in Arnhem is volgeschreven. Echter mankement is de bouwvergunning die voor twee woningen is verleend, voor de derde dient dat nog te gebeuren. Toevalligerwijs kreeg de geïnterviewde tijdens het interview een telefoontje dat deze vergunning tot dusver nog niet wordt verleend. Dit geeft tegelijkertijd de risico's van de fasen van het onderzoek aan.

Private equity fondsen participeren in de start ups en overige risicovolle financieringen. Particuliere beleggers in het vastgoed hebben andere mogelijkheden, hier is geen apart fonds voor nodig. Deze vind ik dus zeker niet toepasbaar. Daarnaast zijn beleggingsfinancieringen voor de lange termijn bedoeld denk ik. Niet voor de relatief korte termijn wat een projectfinanciering is.

BIJLAGE 3 INTERVIEW DIANA GUNCKEL

1. *Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?*

Ja daar is crowdfunding geschikt voor. Mede door de hiervoor benoemde factor. Kanttekening die geplaatst moeten worden is dat middels crowdfunding waarschijnlijk helemaal dekkende financiering kan worden verkregen door de kleine omvang. Wanneer een grotere financiering wordt verkregen is nauwelijks nog sprake van crowdfunding. Dit omdat crowdfunding juridisch in principe niets is. Crowdfunding is juridisch gezien hetzelfde als iedere andere financiering. Het verschil is enkel en alleen de omvang van de financiering, kleine bedragen dus.

2. *Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?*

Ja, dat zijn de kosten. Tevens in de dagelijkse praktijk worden de kosten van een financiering vaak vergeten terwijl plannen dan al nagenoeg 100% rond zijn. Dan komt er een kostenpost bij waar niemand op heeft gerekend en heb je te maken met ontevreden partijen, omdat deze kosten tevens niet zijn begroot.

3. *Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?*

Hier kan ik niet echt antwoord op geven. Dit zal afhankelijk zijn van het project zelf. Ik denk wel dat crowdfunding zeker nog gaat groeien, tot hoever is niet te zeggen. Het plafond ligt wel hoger dan die hier aangegeven €300.000.

4. *Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?*

Hier kan ik niks over zeggen. Mij lijkt het een kwestie van goede afspraken maken. En bovendien, alles vastleggen.

5. *Verschildt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?*

Vergoeding heeft natuurlijk met het risico te maken. Een kredietunie werkt zeker met een vergoeding daar waar die als non-profit in jou tabel staat. Wel denk ik dat de kredietunie niet heel veel vermogen kan verstrekken en of die überhaupt geschikt is betwijfel ik.

6. *Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?*

Ja dat lijkt mij wel kunnen, het fenomeen crowdfunding is juist in het leven geroepen om niet financierbare projecten te financieren. Dus het is juist geschikt voor risicovolle financieringen. Daarnaast kan crowdfunding naar mijn idee goed voor risicovolle investeringen. Dient wel rekening gehouden mee te worden dat deze risico's duidelijk vermeld moeten worden middels bijvoorbeeld een prospectus. Daarnaast rekening houden met de kosten welke zich meebrengt, groot voordeel is de marketing.

7. *Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?*

Tevens dit lijkt me een kwestie van alles zwart op wit zetten. Dit soort dingen horen thuis in een prospectus en zijn in principe vrij in te delen.

8. *Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?*

Ik denk niet dat dit in algemene zin valt te zeggen.

9. *Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?*

Ik ben niet bekend met deze factoren waardoor ik niets hierover kan zeggen.

10. *Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?*

Dit is alleen de grond. Vele soorten zekerheden zijn te bedenken maar binnen dit onderzoek is er maar een die waarde vertegenwoordigd.

11. *De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?*

Dat zijn denk ik crowdfunding en private debt. Private debt is een vorm waar ik niet bekend mee ben maar zie wel toekomst hierin door het risicomijdende ten opzichte van de andere vormen. Nogmaals, ken de vorm niet goed.

Private debt is de geïnterviewde persoonlijk onbekend mee, private equity ziet zij meer als een verzamelnaam dan een echte financieringsvorm. Private equity staat echter wel bekend als agressieve financiering, welke dus ook risicovolle financieringen aangaat, zoals binnen de kaders van dit onderzoek.

In principe hebben zij veel overeenkomsten, echter zit het verschil in de risico's en aansprakelijkheden van de financiers. Het is dus een juridisch verschil. Private equity fondsen financieren juist eigen vermogen om zeggenschap te krijgen en zo niet het project overnemen. In een C.V. is er sprake van stille en beherende vennoten. Deze stille vennoten zijn vaak de financiers (beleggers) en de beherende vennoten is vaak de ontwikkelaar (in dit geval Ter Steege). Zo financieren zij, maar is er geen sprake van

BIJLAGE 4 INTERVIEW JEROEN WILLEMS

1. *Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?*

Nee ik heb hier verder geen aanvullingen op.

2. *Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?*

Nee dat denk ik niet.

3. *Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?*

Dat is niet te zeggen, wel denk ik dat het financieringsplafond van crowdfunding rond het miljoen ligt. Maar of dit daadwerkelijk wordt gehaald en wellicht zelfs meer, dat kan niemand 100% zeggen.

4. *Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?*

Voor een woningrealisatie dien je minimaal 10 jaar uit te trekken. De jaren dat het eerder klaar is, is mooi meegenomen. Maar om risico te mijden moet je niet te kort over je geld beschikken.

5. *Verschildt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?*

Ja ik denk dat middels private debt de vergoeding rond de 15% zal liggen. Daar waar private equity vergoedingen in het extreme kunnen lopen. Wat weer samenhangt met hoeveel inspraak de financiers krijgen.

6. *Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?*

Ik denk dat kredietunie zeker niet geschikt is. Dus dan zal het risico voor de financier het laagste liggen bij een private debt en het hoogst bij een private equity.

7. *Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?*

Dit is niet uit te drukken. Een financier dient gezocht te worden die wel zijn vermogen voor die tijd kwijt wil. Anders is die niet geschikt als financier.

8. *Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?*

Dat is niet in een percentage uit te drukken, dit zal afhankelijk zijn van het project.

9. *Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?*

Dat denk ik niet, voor de dscr zijn inkomsten nodig. Dat is niet het geval. Daarnaast zijn het meer ratio's welke betrekking hebben op beleggingen.

10. *Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?*

Het kan, alleen niet gebruikelijk. Het risico moet liggen bij de mensen met verstand van de markt. Of bij de ontwikkelaar.

11. *De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?*

Dat verschil is juridisch, daarnaast zijn vastgoed cv's voor zover ik ze ken voor bestaand (verhuurd) vastgoed, een ontwikkel cv heb ik nog nooit gezien. Daar waar private equity bekend staat om haar agressieve financieringen en dus bereid om risico te nemen.

Het kan uiteraard, maar ik zie het niet gebeuren. Crowdfunding is meer voor startende ondernemingen. Maar het kan, dat zeker.

Private debt heb ik veel vertrouwen in en zie ik in toenemende mate voorkomen. Dit komt door de meeste omvang en veel vrijheid om in te delen naar wens financier en geldnemer

BIJLAGE 5 INTERVIEW FRANK WIJLENS

1. *Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?*

Nee ik denk niet dat er meer financieringsvormen zijn. Wel zijn combinaties mogelijk maar dat is niet echt een nieuwe financieringsvorm.

2. *Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?*

3. *Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?*

Het plafond zal hoger liggen dan de 300.000. Maar voor de kaders van dit onderzoek acht hij crowdfunding niet haalbaar. Meer een soort vorm met mensen die kennis van de markt en locatie hebben. Daarnaast is het vertrouwen in de onderneming een belangrijke vereiste. Maar de doorsnee belegger zal niet zonder zekerheden gaan financieren.

4. *Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?*

Dit zal afhankelijk zijn van het project. Vanuit mijn perspectief als bancaire weet ik dat banken maximaal 5 jaar rekenden, maar dit was de goede tijd. Daarnaast stapten banken pas in een later stadium in. Dit zijn elementen die niet van toepassing zijn voor je onderzoek.

5. *Verschildt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?*

Ja de vergoeding is uiteraard in samenhang met het risico. Dus wanneer een financieringsvorm risicovoller is worden de vergoedingen hoger. Extern eigen vermogen kent hogere vergoedingen dan mezzanine leningen.

6. *Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?*

Het verschil tussen de private equity en vastgoed cv kan wat duidelijker gemaakt worden, in de werkelijkheid zullen deze vormen niet zo dicht bij elkaar liggen.

7. *Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?*

Dat is niet te zeggen.

8. *Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?*

Ik denk dat de LTV niet heel bruikbaar is. Wel is te zeggen dat ontwikkelaars in verhouding met eerder veel vermogen zelf moeten inleggen.

9. *Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?*

Nee daar zijn inkomsten voor nodig

10. *Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?*

Nee dat ziet hij niet zitten. Financieren zonder zekerheid is in zijn ogen 'van voor de crisis'. Dit komt in haar geheel toe aan ter steege. Op bijvoorbeeld de grond kan een hypotheek worden gevestigd, daar zullen wel financiers voor te vinden zijn. Overige kosten zullen uit eigen zak moeten komen.

Zonder hypotheek lijkt me financiering geen reële optie, het mooie van crowdfunding daarentegen is: alles kan. Dus ik sluit het niet uit maar vanuit mijn bancaire achtergrond raad ik het af en zie ik het niet zitten.

11. *De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?*

Deze zie ik als ondernemingsfinanciering. Dus een belang dat wordt verkregen in vorm van aandelen, vervolgens deels eigenaar dus zeggenschap.

Het zit hem in het juridische verschil. Een aparte eenheid is gebruikelijker in de branche. Private equity fondsen financieren met name de onderneming. Zij nemen dan een belang is een onderneming en voeren vanuit daar hun beleid. Een aparte eenheid waar de volledige risico's liggen is doorgaans de manier waarop een projectfinanciering wordt aangegaan.

Nee crowdfunding in het algemeen geloof ik niet in. Niet voor de kaders van dit onderzoek. Wanneer met zekerheden wordt gewerkt kan het. Maar zover risicovolle beslissingen genomen moeten worden is dit geen geschikt middel door het kennisgebrek van de financiers. Slecht imago kan het gevolg zijn van een mislukking.

BIJLAGE 6 INTERVIEW MARC WESTERHOF

1. Heeft u nog verdere aanvullingen op de alternatieve financieringsvormen welke zijn onderzocht?

Nee de tabel is voor mij compleet. De eindgebruiker kan toegevoegd worden ivm aanbeting, echter binnen jou kader van het onderzoek is dit geen optie (eindgebruiker niet bekend). Dus in zoverre geen aanvullingen. Daarnaast zie ik bij kredietunie non-profit staan. Een kredietunie werkt echter hetzelfde als een bank, zij kopen geld in en lenen het uit tegen een marge. Het probleem van deze kredietunies is echter het volume, wanneer zij een misser maken is de kredietunie failliet. Een bank heeft duizenden leningen uitstaan en kan zodoende een misser opvangen, bij een kredietunie is dit niet het geval.

2. Zijn er nog factoren waaraan alternatieve financieringsvormen kunnen worden getoetst waar geen rekening mee is gehouden?

Nee dat denk ik niet. Je hebt een goede tabel gemaakt.

3. Hoe hoog zal het te verstrekken vermogen zijn middels deze alternatieve financieringsvorm, rekening houdende met de risico's welke woningrealisatie kent?

In principe kan het plafond niet worden aangegeven. Crowdfunding is groeiende dat zeker, maar ik ben er terughoudend in, zeker met mijn bankiersachtergrond.

4. Welke aflossingstermijnen zal een financier met desbetreffende alternatieve financieringsvorm hanteren?

Dat is niet op algemene basis te zeggen. Je tabel geeft het goed weer met de tussentijdse aflossingen en de eindaflossingen. Echter kan vreemd vermogen best aan het eind worden afgelost, wanneer daar een goede afspraak en vergoeding aan ten grondslag ligt.

5. Verschilt de vergoeding per alternatieve financieringsvorm? En zo ja, welke verschillen zijn op te merken?

Ik denk dat de vergoeding wel verschilt naarmate de zekerheden veranderen. Ik denk wel wanneer een goede risico rendementsverhouding is dat een financier altijd te krijgen is. Hiermee bedoel ik dat de financier aantoonbaar beloont word voor het hoge risico dat hij loopt. Dit is tevens een kwestie van afspraken maken.

6. Zonder de risico's van woningrealisatie meegenomen, kunt u de risico's van de desbetreffende alternatieve financieringsvorm aangeven?

Een verschil in de vastgoed C.V. en private equity bijvoorbeeld is de zeggenschap, stille vennoten zijn slechts geldschietters. Een private equity vorm kan wat mij betreft goed in een projectvorm worden gegoten, of je maakt een rechtspersoon van je project, dan is nagenoeg sprake van een onderneming. Wanneer er een grote som geld wordt overgemaakt zul je juist in deze fase waarin nog veel onduidelijk is en aangepast kan worden, zeggenschap willen hebben.

De kredietunie en obligaties zouden wat dichterbij elkaar liggen qua risico. Daarnaast heeft de kredietunie niet het meeste risico, dat is denk ik de crowdfunding en/of CV. Niet gekeken naar de hoogte van de inleg, maar uitsluitend gekeken naar de kans om je geld kwijt te raken. Uitgaande dat elke vorm een gelijke inleg heeft.

7. *Hoe lang zal de financier zijn vermogen ter beschikking kunnen stellen middels deze financieringsvorm?*

Dat zit geen verschil in middels financieringsvorm. Beleggingsfinancieringen duren wel langer. Maar wanneer een financieringsvorm als projectfinanciering kan fungeren zal de looptijd geen verschil maken tussen de vormen.

8. *Ten behoeve van de mezzanine leningen, hoe hoog zal de financier de LTV eisen? Oftewel hoeveel zal de financier willen financieren ten opzichte van het project?*

Deze zal niet hoog zijn. De ontwikkelaar zal zelf een substantieel deel aan eigen vermogen moeten inbrengen, zeker gezien de risico's. Echte kan dat aan worden gevuld met extern eigen vermogen. Deze heeft ook een verlagende werking op de LTV.

9. *Valt er binnen de kaders van dit onderzoek een uitspraak te doen over de DSCR met betrekking tot de desbetreffende financieringsvorm?*

Wel leuk dat je hem gebruikt. Ik zie hem eigenlijk nooit voorbij komen terwijl ik denk dat het een hele bruikbare ratio is. Maar dan zullen er wel inkomsten moeten zijn, die zijn er niet volgens mij.

10. *Welke zekerheden kunnen worden gevestigd middels alternatieve financieringsvorm? En zijn zekerheden een vereiste voor het verlenen van een financiering?*

Ja is te gebruiken met hypotheek, nee zonder. In principe kan crowdfunding te allen tijde en is het uitstekende marketing en misschien niet eens meer dan dat. Maar risicovolle financieringen gaan een keer fout, kan niet anders. Wanneer dat met een crowdfunding gebeurt kan die marketing tegen je werken. Plus dat er verscherpt toezicht komt met allerlei regels en vergunningen, wat weer extra kosten met zich meebrengt en wie gaat die kosten betalen?

11. *De volgende voordelen zijn gefilterd op basis van het theoretisch kader. Kan u de juistheid hiervan bevestigen en heeft u wellicht meer voor- en nadelen ten behoeve van de desbetreffende financieringsvorm?*

Dat gaat inderdaad vaak middels ondernemingsfinanciering, maar een projectfinanciering lijkt mij niet onmogelijk. De afweging is van de financier om voor debt of equity te gaan. Ik denk dat er niet zozeer wordt gedacht in equity of debt, maar meer in risico en rendement. Zolang die verhouding goed is, dan zal altijd een financier te vinden zijn. Met name het risico, wil ik vaste rente ontvangen of zie ik het project helemaal zitten en wil ik aan het eind meeprofiten.