



ALTERNATIEVE FINANCIERINGSMETHODEN VOOR COMMERCIEEL
VASTGOED VANUIT DE PARTICULIERE KAPITAALMARKT

Auteur: ing. R.W.B. Meeuwssen
Amsterdam School of Real Estate

“I would say raising capital is one of the weakest things for most entrepreneurs.”

Robert Kiyosaki

Auteur: ing. R.W.B. Meeuwssen
Begeleider: Dr. R. Huisman
Amsterdam School of Real Estate

Master of Real Estate

14 oktober 2013

Voorwoord

Deze thesis met als onderwerp “Alternatieve financieringsmethoden voor commercieel vastgoed vanuit de particuliere kapitaalmarkt” is geschreven ter afronding van mijn Master of Real Estate studie aan de Amsterdam School of Real Estate.

Op dit moment verandert de vastgoedwereld om ons heen in een rap tempo, dit is in de dagelijkse praktijk duidelijk te merken. Hierdoor dient men zich te onderscheiden door creatieve oplossingen te bedenken. Eén van die mogelijke oplossingen zou crowdfunding kunnen zijn als alternatieve financiering. Doordat de term crowdfunding in deze tijd ook steeds vaker in het nieuws komt vond ik het erg interessant om mezelf hierin te verdiepen en te onderzoeken of hier ook een aansluiting zou kunnen zijn met vastgoed.

Ik heb mezelf goed kunnen verdiepen in het onderwerp en heb hier ook zeer veel van geleerd gaandeweg het traject wat het sluitstuk vormt van deze opleiding. Tevens heb ik getracht om alle semesteronderwerpen aan bod te laten komen in deze thesis.

Graag wil ik alle geïnterviewden hartelijk danken voor hun medewerking aan de totstandkoming van deze thesis. Ook wil ik graag al mijn collega's en directie van Kadans Vastgoed hartelijk danken dat zij mij de mogelijkheid hebben geboden om deze studie te mogen doen en de ruimte die ik hiervoor heb gekregen.

De begeleiding vanuit de ASRE werd gedaan door Ronald Huisman, die ik zeer erkentelijk ben voor zijn betrokkenheid en deskundigheid en waar ik goed mee kon klankborden. Super bedankt daarvoor.

Zeker niet te vergeten wil ik graag al mijn MRE studiegenoten bedanken voor de geweldige tijd die ik met hun door heb mogen doorbrengen en waar ik onvergetelijke goede herinneringen aan over heb gehouden.

Als laatste wil ik uiteraard mijn vriendin Chantal en mijn twee zonen Floris en Casper danken voor het geduld dat zij hebben gehad afgelopen twee jaar tijdens deze opleiding. Het was niet altijd even makkelijk voor jullie maar jullie wisten dat er ooit een punt achter deze opleiding en thesis gezet zou gaan worden en dat moment is nu...

Vught, 14 oktober 2013

Rogier Meeuwssen

Executive Summary

In de huidige markt is het financieren van vastgoedactiviteiten geen eenvoudige opgave meer. De vastgoedfinanciers zijn zeer selectief geworden en zij hanteren strenge voorwaarden en rekenen steeds hogere opslagen. Oorzaak hiervan zijn de kredietcrisis, bankencrisis en latere eurocrisis die ervoor gezorgd hebben dat de banken uiterst voorzichtig zijn als het gaat om financieren van ondernemers en vastgoed in het bijzonder.

Om nu en in de toekomst de vastgoedactiviteiten toch te kunnen blijven financieren is het nodig om te kijken naar andere mogelijkheden voor het (her)financieren van vastgoed. Aangezien de particuliere kapitaalmarkt wat betreft spaartegoeden en deposito's steeds verder doorgroeit en de rente hierop steeds lager wordt is dit een interessante markt geworden die het gat zouden kunnen opvullen van de huidige vastgoedfinanciers. Op dit moment zijn er diverse initiatieven en platformen opgezet waarbij de particuliere belegger kleinere bedragen kan beleggen in verschillende typen vastgoed om op deze manier te zorgen voor voldoende diversificatie in zijn investeringen. Doordat het om relatief kleine bedragen gaat zou het beleggen in vastgoed ook voor een breder publiek toegankelijk gemaakt kunnen worden.

De centrale vraag van dit onderzoek luidt:

Welke nieuwe methoden van vastgoed funding is het meeste kansrijk als alternatieve financiering voor kleinere en middelgrote private vastgoedbeleggers?

Twee onderzochte financieringsmethoden waarbij de particuliere kapitaalmarkt als financierder optreedt zijn: Crowdfunding en Alternext.

Crowdfunding is een collectieve inspanning van een grote groep mensen die gezamenlijk hun geld bundelen om middels een open verzoek via internet te investeren in, en ondersteunen van, de inspanningen geïnitieerd door anderen personen of organisaties in ruil voor het toekomstige product of een bepaalde vorm van belonen en/of stemrechten.

Alternext is een markt op maat, bestemd voor de notering en verhandeling van aandelen en/of obligaties van kleine en middelgrote ondernemingen.

Om de centrale vraag te beantwoorden en de hypothese te kunnen toetsen is er een theoretisch en praktijkonderzoek uitgevoerd. In het theoretische onderzoek is ingegaan op de toepasbaarheid van beiden financieringsmethoden vanuit de theorie en er is gekeken naar internationale referentievoorbeelden die middels deze financieringsmethoden zijn gefinancierd. Hieruit is gebleken dat op dit moment het aanbieden van vastgoedobligaties een beter alternatief is dan crowdfunding wat betreft het financieren van vastgoedactiviteiten.

Vanuit deze voorlopige conclusie is de volgende hypothese geformuleerd:

Het beursgenoteerd aanbieden van vastgoed obligaties biedt in de huidige tijd meer kans op financiering dan niet beursgenoteerd aanbieden middels crowdfunding.

Om deze hypothese in het praktijkonderzoek te toetsen is gekozen voor kwalitatief onderzoek middels het houden van interviews. Deze interviews zijn gehouden bij de op dit moment grootste crowdfundplatformen en aanbieder(s) van MKB-obligaties op Alternext.

Zoals is gebleken uit de theorie, de praktijk en de gehouden interviews is crowdfunding momenteel minder geschikt als alternatieve financieringsbron voor vastgoed. Uit de praktijk blijkt dat de investeerders behalve het rendement ook sympathie willen hebben met het aangeboden initiatief. Dit is mogelijk wanneer een vastgoedobject meer een maatschappelijke functie heeft of een belangrijk icoon in stad of dorp is. Crowdfunding is opgezet om nieuwe initiatieven of bedrijven een kans te geven hier aan bij te dragen middels een investering of donatie, het is niet bedoeld om alleen rendementen te behalen zoals het bij vastgoed veelal wel het geval is. Daarnaast is de markt van crowdfunding op dit moment een open markt waar iedereen kan toetreden en een platform kan starten. Dit is voor vastgoed, wat door allerlei schandalen afgelopen jaren een slecht imago heeft gekregen geen goede combinatie. Aangezien het aanbieden van MKB obligaties steeds meer terrein wint, er worden immer steeds meer obligaties aangeboden in binnen en buitenland is de kans op het krijgen van een financiering als alternatieve financieringsbron voor vastgoed het grootst mits dit op een zeer transparante en gecontroleerde manier gebeurt en waarbij er een gedegen risicoprofiel is afgegeven in de vorm van een rating en een goedgekeurd AFM prospectus. Een ander voordeel bij het aanbieden van vastgoed obligaties middels een platform als Alternext is het krijgen van aansluiting van de institutionele markt.

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	3
Executive Summary	4
Inhoudsopgave	6
1. Inleiding.....	8
1.1 Inleiding	8
1.2 Aanleiding.....	8
1.3 Het onderwerp van de scriptie	8
1.4 Relevantie vastgoedsector	10
1.5 Centrale vraag en eindproduct.....	10
1.6 Deelvragen	11
1.7 Onderzoeksopzet	11
1.8 Afbakening	12
2. Het financieren van onroerend goed.....	13
2.1 Inleiding	13
2.2 ‘Traditionele’ financiering van vastgoed	13
2.3 Probleemstelling	16
2.4 Nieuwe financieringsmethoden voor vastgoed	17
2.4.1 NPEX	19
2.4.2 Alternext.....	19
2.4.3 Crowdfunding	19
2.5 Conclusie.....	20
3. Crowdfunding en Alternext	21
3.1 Inleiding	21
3.2 Crowdfunding	21
3.2.1 Definities van crowdfunding.....	21
3.2.2 Vormen van crowdfunding	23
3.2.3 Hoe werkt crowdfunding?	24
3.3 Alternext, beursgenoteerd aanbieden van vastgoed aandelen en/of obligaties	27

3.3.1 Wat is Alternext?	27
3.3.2 Hoe komt een notering op Alternext tot stand?	27
3.3.3 Aandelen of obligaties?	29
3.4 Voorbeelden van vastgoed gefinancierd middels crowdfunding of Alternext	30
3.4.1 Crowdfunding in de praktijk	30
3.4.2 Alternext in de praktijk	32
3.4.3 Hypothese	34
3.5 Conclusie	35
4. Opzet en uitvoering van het onderzoek	36
4.1 Inleiding	36
4.2 Omschrijving methode van onderzoek	36
4.3 Interviews	39
4.3.1 Crowdfunding	39
4.3.2 Alternext	42
4.4 Conclusie	43
5. Analyse van de onderzoeksresultaten	45
5.1 Inleiding	45
5.2 Reflectie tussen theorie en praktijk	45
6. Conclusie en aanbeveling	53
6.1 Conclusie	53
6.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek	54
7. Literatuurlijst	55
8. Bijlagen	57
Bijlage I. Aankondiging EnterNext	57
Bijlage II. Vragenlijsten interviews	58
Interview Crowdfundplatformen	58
Interview Keijser Capital	59
Bijlage III. Interpretatie DNB en AFM betreffende crowdfunding	60
Bijlage IV. Artikel Crowdfunding uit Financieel Dagblad 04 mei 2013	65

1. Inleiding

1.1 Inleiding

In het eerste hoofdstuk wordt uiteen gezet hoe het onderzoek is opgebouwd. Er wordt beschreven wat de aanleiding van het onderzoek is en wat de relevantie is voor de vastgoedsector. Om het onderzoek een duidelijk kader te geven zal eraan het einde van dit hoofdstuk een afbakening plaats vinden. Er zijn deelvragen geformuleerd die in verdere hoofdstukken beantwoord zullen gaan worden.

1.2 Aanleiding

Vandaag de dag is (her)financiering van vastgoedactiviteiten geen eenvoudige opgave (Kerste e.a., 2011), vastgoedfinanciers kennen strenge voorwaarden en rekenen hoge opslagen. Bovendien zijn deze financiers zeer kritisch geworden. Oorzaak hiervan zijn de kredietcrisis, bankencrisis en latere eurocrisis die ervoor gezorgd hebben dat de banken uiterst voorzichtig zijn als het gaat om financieren van ondernemers en vastgoed in het bijzonder.

Beleggers en ontwikkelaars zouden momenteel wellicht veel te afhankelijk zijn geworden van de vastgoedfinanciers, waardoor nieuwe ontwikkelingen en aankopen sterk achter blijven. Het gevolg hiervan is dat ook de bouwproductie in Nederland stukt. Gezien dit beperkte vastgoedfinancieringsaanbod om nu en in de toekomst de beleggingsportefeuille te kunnen laten groeien, is het nodig om naar andere mogelijkheden te kijken voor het (her)financieren van vastgoed.

Ook gaat het al enige jaren niet goed met de sector van vastgoed cv's – maatschappen en obligaties. Toezichthouder AFM heeft al in een eerder onderzoek (AFM, 2012) vastgesteld dat waarschijnlijk 60% van alle uitstaande en lopende fondsen er niet meer in slaagt om de jaarlijkse beloofde rendementen uit te keren. Daar komt bij dat door de hoge leverage de jaarlijkse afwaardering van het vastgoed het eigen vermogen in een rap tempo doet verdampen. Met andere woorden: investeerders kunnen steeds minder rekenen op de jaarlijkse uitkering en nog minder op de aflossing van het oorspronkelijke investeringsbedrag.

1.3 Het onderwerp van de scriptie

Toch blijft de particuliere beleggersmarkt een zeer interessante markt voor de kleinere en middelgrote private beleggers om mee te beleggen in direct en indirect vastgoed. Echter zal de particuliere belegger wel meer diversificatie wensen in zijn beleggingen door niet alles in één fonds of één aanbieder te beleggen.

Op dit moment zijn er diverse initiatieven en platformen opgezet waarbij de particuliere belegger kleinere bedragen kan beleggen in verschillende typen vastgoed om op deze manier te zorgen voor

voldoende diversificatie in zijn investeringen. Doordat het om relatief kleine bedragen gaat zou het beleggen in vastgoed ook voor een breder publiek toegankelijk gemaakt kunnen worden.

Enkele van deze nieuwe initiatieven en platformen zijn:

- De Nederlandsche Participatie Exchange B.V. (NPEX)
- Alternext¹
- Crowdfunding

De Nederlandse Participatie Exchange (NPEX) is een nieuw initiatief dat een elektronische marktplaats biedt voor niet-beursgenoteerde effecten. Via NPEX worden via een online veilingssysteem effecten, zoals obligaties, aandelen of participaties in vastgoed cv's verhandeld. NPEX presenteert zichzelf als 'De beurs voor ondernemend Nederland' (NPEX.nl) en biedt een laagdrempelig handelsplatform voor diverse typen ondernemingen en beleggers. Het richt zich met name op kleine en middelgrote ondernemingen.

De Alternext-index is een index van Euronext en is van start gegaan op 4 september 2006 in Nederland. Alternext is opgericht om kleine- en middelgrote bedrijven een kans te bieden om toegang te krijgen tot meer kapitaal voor verdere groei van de onderneming (mkb.servicesdesk.nl). Het grote voordeel voor hen is dat de ondernemingen via de Alternext beurs naast aandelen ook obligaties mogen uitgeven. Met een notering aan Alternext kunnen (vastgoed)beleggers zonder een al te hoge drempel alternatief kapitaal vergaren door aandelen of obligaties uit te geven. Deze methode biedt speculanten de mogelijkheid om met relatief kleine bedragen deel te nemen in (vastgoed)fondsen.

Crowdfunding is 'Het financieren van een project of onderneming door een groep individuen in plaats van professionele instellingen (zoals banken, investeringsorganisaties of business angels), waarbij de gangbare manier van communicatie via het internet is' (Schwienbacher e.a., 2010). Vaak gaat het om relatief lage bedragen zodat het voor de investeerder gemakkelijk en laagdrempelig is een bedrag naar keuze te doneren of te investeren. Crowdfunding is een manier van kapitaalverwerving die zich al geruime tijd heeft bewezen in de muziek- en filmindustrie. In de Verenigde Staten wordt het al enige tijd in de vastgoedsector toegepast en op dit moment zijn er in Nederland allerlei initiatieven om het toe te gaan passen in de vastgoedsector. Crowdfunding zou kunnen fungeren als een soort van tussenweg voor (vastgoed) beleggingen. Het is niet nodig om een groot minimaal vermogen in te leggen zoals bij een vastgoed cv fonds. Daarnaast zouden makers van vastgoed (cv) fondsen door middel van crowdfunding kleinschalige vastgoedbeleggingen kunnen uitgeven.

¹ Op 04 juli 2013 is door NYSE Euronext een nieuw platform gelanceerd genaamd EnterNext. Dit is een nieuwe niet-beursgenoteerde marktplaats voor kleine en middelgrote bedrijven en zal actief worden naast Alternext. Tijdens het schrijven van deze thesis was EnterNext nog niet operationeel, derhalve wordt in deze thesis hier verder geen onderzoek naar gedaan.. Zie bijlage 1 voor het officiële persbericht.

1.4 Relevantie vastgoedsector

Gezien de huidige marktsituatie voor wat betreft de financiering voor zowel het eigen vermogen als het vreemde vermogen is er momenteel door bedrijven en beleggers veel onderzoek gaande naar alternatieve financieringsvormen.

Als er gekeken wordt naar de mogelijkheden voor particuliere beleggers waarbij ze kleine investeringen doen is te zien dat er op crowdfunding platformen als geldvoorelkaar.nl veel initiatieven slagen doordat een grote groep particuliere beleggers hier aan meedoen. Veelal betreffen het investeringen om nieuwe bedrijven op te starten maar inmiddels zijn er ook enkele vastgoed initiatieven ontwikkeld als het gaat om crowdfunding. In de Verenigde Staten worden op dit moment de eerste grote vastgoedprojecten door middel van crowdfunding gefinancierd. Men kan hier een eigen gekozen bedrag investeren tegen bijvoorbeeld een aandeel in de huurprijzen.

Zowel Alternext als NPEX zijn nieuwe platformen op het gebied van financieringen voor het MKB.

1.5 Centrale vraag en eindproduct

Gezien de terughoudendheid van de traditionele bancaire vastgoedfinanciers is men op zoek naar nieuwe alternatieve methoden om vastgoed te financieren.

Centrale vraag:

Het vraagstuk dat de aanleiding vormt voor mijn scriptie is:

Welke nieuwe methoden van vastgoed funding is het meeste kansrijk als alternatieve financiering voor kleinere en middelgrote private vastgoedbeleggers?

Een alternatieve financiering vanuit de particuliere kapitaalmarkt is afhankelijk van de vraag naar investeringen vanuit deze kapitaalmarkt. Met kansrijk wordt bedoeld dat de alternatieve financiering het meeste geschikt geacht wordt door deze particuliere markt doordat de verhouding van risico en rendement het meest optimaal is waardoor particulieren eerder voor deze methode zullen kiezen.

Om een antwoord te kunnen geven op deze vraagstelling is er aan de hand van de onderzochte literatuur en praktijkvoorbeelden een hypothese geformuleerd in hoofdstuk 4:

Het beursgenoteerd aanbieden van vastgoed obligaties biedt in de huidige tijd meer kans op financiering dan niet beursgenoteerd aanbieden middels crowdfunding.

Doel van het onderzoek en eindproduct

Het doel van het onderzoek is om kleine en middelgrote vastgoedbeleggers en -investeerders inzage te geven in de nieuwe financieringsmethoden. Welke stappen genomen dienen te worden

om hier gebruik van te kunnen maken? Het eindproduct zal een duidelijke inzage geven in welke financieringsvorm het beste ingezet kan worden bij welk type vastgoed voor de kleine en middelgrote vastgoedbeleggers in de huidige tijd waar de traditionele vastgoedfinanciers steeds terughoudender worden.

1.6 Deelvragen

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

1. Hoe wordt commercieel onroerend goed 'traditioneel' gefinancierd? (hoofdstuk 2)
2. Welke alternatieven zijn er denkbaar om het vastgoed binnen het MKB te financieren? (hoofdstuk 2)
3. Wat verstaat men onder crowdfunding en hoe gaat crowdfunding in zijn werk? (hoofdstuk 3)
4. Wat is Alternext en komt een notering op Alternext tot stand? (hoofdstuk 3)
5. Zijn er nationale en internationale voorbeelden van vastgoed gefinancierd middels crowdfunding of Alternext? (hoofdstuk 3)

1.7 Onderzoeksopzet

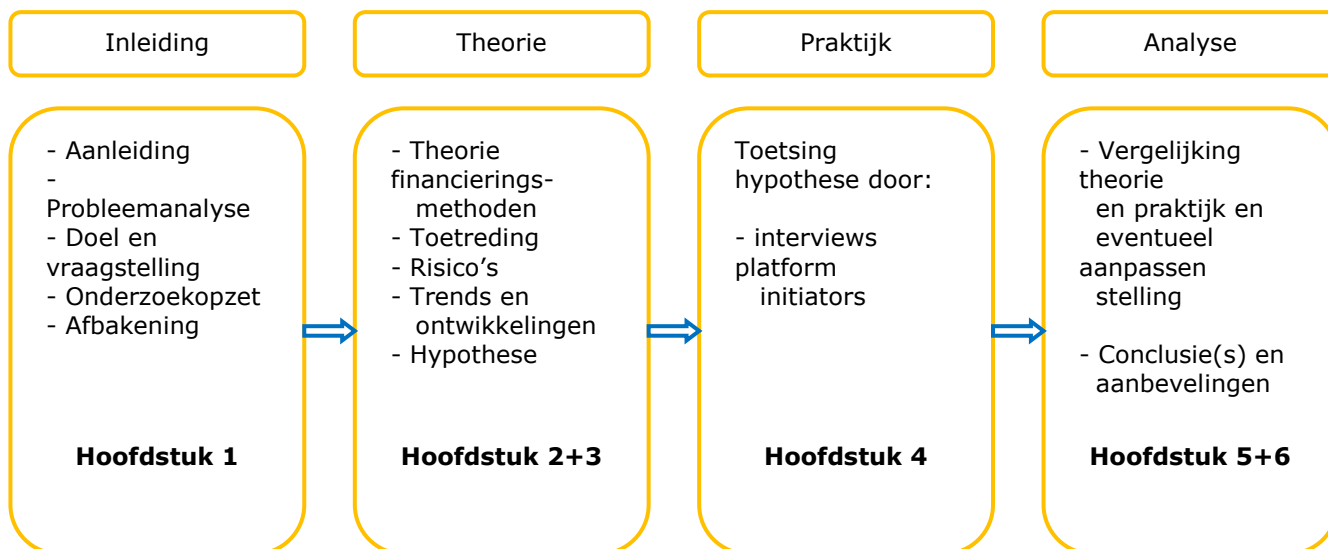
Op dit moment is er nog weinig tot geen literatuur beschikbaar over genoemde nieuwe financieringsmethoden waarbij grote groepen, meestal onbekende investeerders, kleine bedragen investeren in vastgoedprojecten en/of vastgoedfondsen. Vanuit de aanbodkant van particuliere investeerders is er een duidelijke toename zichtbaar in geïnvesteerd vermogen. Het onderzoek is exploratief van aard wat inhoudt dat de nadruk ligt op het beschrijvend onderzoek waarbij kennis, feiten en achtergronden worden verzameld die zich richten op het samenbrengen van vraag en aanbod met behulp van de nieuwe financieringsmethoden.

Het onderzoek zal zich niet richten op de aanbodkant van particuliere investeerders en beleggers aangezien het zeer lastig is om deze groep mensen te bereiken doordat het investeren middels deze methoden doorgaans anoniem zal geschieden.

Het onderzoek zal zich richten op enerzijds de initiatiefnemers van de nieuwe financieringsplatformen en -methoden en anderzijds op de kleine- en middelgrote vastgoedbeleggers in Nederland. Het praktijkonderzoek zal kwalitatief van aard zijn waarbij interviews gehouden worden bij de initiatiefnemers van de grotere platformen. Het doel van de interviews is meer inzicht te krijgen in de doelstellingen van het platform, de groeiverwachtingen en de huidige praktijksituatie en wat de mogelijkheden voor vastgoed binnen deze platformen zijn.

Het onderzoek zal bestaan uit het ontwikkelen van verwachtingen van de alternatieve financieringsmethoden voor Nederlands vastgoed. Het succes of falen van de financieringsmethoden zullen duidelijk naar voren komen.

In onderstaand model is schematisch aangegeven hoe het onderzoek zal worden opgebouwd.



Figuur 1, Schematische opzet onderzoek

1.8 Afbakening

Het gehele onderzoek zal zich uitsluitend richten op twee financieringsvormen die zouden kunnen worden toegepast door kleine en middelgrote private vastgoedbeleggers in Nederland. Deze twee financieringsvormen betreffen:

- Crowdfunding
- Het aanbieden van aandelen of obligaties op platformen zoals Alternext of Npex.

Wat betreft het theoretische kader zal er zowel nationale als internationale literatuur geraadpleegd worden aangezien de nieuwe financieringsvormen in Nederland redelijk nieuw zijn en dus relatief weinig Nederlandse literatuur beschikbaar is terwijl de genoemde financieringsvormen in andere landen al op bredere schaal worden toegepast.

Aangezien het lastig is om de particuliere beleggers (investeerders) te benaderen doordat deze veelal anoniem wensen te beleggen zal er in het praktijk onderzoek hier dan ook geen onderzoek naar gedaan worden. Het onderzoek wordt dus uitgevoerd vanaf de zijde van de intermediairs, de aanbodzijde. Oorzaak hiervan is dat er voor genoemde financieringsalternatieven nog geen vastgoedervaringen zijn in Nederland. Daarnaast is er geen berekening in te behalen rendementen voor private vastgoedbeleggers weergegeven omdat dit heel sterk afhankelijk is van het type vastgoed er wordt aangeboden en wat de reputatie van de vastgoedonderneming is.

2. Het financieren van onroerend goed

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt beschreven wat tot dusver de meest gebruikte manier was wat betreft vastgoedfinancieringen. Over het algemeen waren tot de crisis van 2008 banken de grootste geldverstrekkers als het om vastgoedfinancieringen ging. Commanditaire Vennootschappen (cv's) fondsen waren in het leven geroepen zodat vermogende particulieren of bedrijven een aandeel konden nemen in het eigen vermogen van deze vastgoed cv. Het gedeelte vreemd vermogen werd eveneens via een bancaire financiering verkregen zodat het gedeelte eigen vermogen middels het hefboomboomeffect een hoog rendement kon opbrengen.

Vanaf 2008 werden de kapitaaleisen van de banken strenger wat tot gevolg had dat banken steeds minder gemakkelijk krediet gingen vertrekken. Zoals blijkt uit de rapportage van KPMG (2012) is dit vanwege deze strengere kapitaaleisen en het inkorten van de bankbalansen met 200 miljard voor de komende jaren een blijvende verandering in het financieren van het MKB of vastgoed.

Vastgoedbeleggers dienen op zoek te gaan naar alternatieven om hun vastgoed te kunnen blijven (her)financieren. Een belangrijke groep als kapitaalverstrekker voor vastgoed blijven de particulieren. Om particulieren bij vastgoed te kunnen betrekken zijn nieuwe constructies nodig, anders dan de voormalige vastgoed cv's.

Er bestaan verschillende platformen om particulieren te bereiken voor donatie of deelname in het eigen vermogen of vreemde vermogen van een bedrijf. Hierbij valt onderscheid te maken in niet beursgenoteerd zoals crowdfunding of als beursgenoteerd middels Alternext.

2.2 'Traditionele' financiering van vastgoed

Het financieren van vastgoed betreft een investering waarbij er diverse keuzes gemaakt dienen te worden waaronder het aandeel eigen vermogen en vreemd vermogen. Onder professionals en wetenschappers is er al decennia lang onderzoek gedaan naar het nut van financieren met vreemd vermogen en dit heeft in 1985 zelfs de Nobelprijs opgeleverd aan Franco Modigliani en Merton Miller. Echter is er geen optimale financieringsstructuur voor het investeren in onroerend goed, maar zal afhankelijk van de structuur en de omgeving van een investering een keuze gemaakt dienen te worden uit een reeks van mogelijkheden.

In de jaren vijftig van de vorige eeuw is het onderzoek van Modigliani en Merton (Modigliani e.a., 1958) gestart waarmee ze aantoonde dat bij afwezigheid van belastingverplichtingen en renteversillen, financiering een volkomen irrelevant onderwerp was. Het wel of niet aangaan van een geldlening had volgens hen geen enkele invloed op de waarde van een investering, terwijl het

grote merendeel van de beleggingen tot op de dag van vandaag onroerend goed financieren met vreemd vermogen en leek de relevantie van deze werkwijze een vaststaand feit.

In tweede instantie wezen Modigliani en Merton hun veronderstellingen (belastingdruk en renteversillen) aan als bepalende factoren voor de vermogensstructuur. De studies van Modigliani en Merton hebben geleid tot de statische afzuiltheorie voor de vermogensstructuur. Deze theorie impliceert dat investeerders en ondernemers bij de keuze van de hoogte van de schuld met name belastingvoordelen zullen afwegen tegen de kans op en kosten van faillissement. Iedere investering zal een optimale streefratio voor de vermogensstructuur hebben. Middels de zogenaamde 'leverage' of het hefboomeffect kan elke belegger vooraf een inschatting maken van de baten en lasten die gepaard gaan met verschillende financieringsconstructies en kiezen voor de financieringsstructuur die het best past bij zijn risicoprofiel.

In de huidige vastgoedfinancieringen is het zoeken naar de optimale structuur meer dan alleen een rekensom. Beleggers kunnen allerlei keuzes maken uit een steeds groter assortiment aan leningvarianten en rentestructuren, waarbij de geldgever (bijvoorbeeld een bank) heden ten dage op geheel andere wijze te werk gaat dan zij dat in het verleden deden. (Van Gool e.a., 2007)

De overwegingen om tot investering over te gaan zijn voornamelijk geënt op het feit dat de koper verwacht winsten te genereren die kunnen bestaan uit geldontvangsten (huur- en verkoopopbrengsten) of uit gebruiksvoordelen.

Voordat er geïnvesteerd kan worden in onroerend dient de belegger dus op zoek te gaan naar de optimale structuur van de financieringsvorm: hoeveel eigen en hoeveel vreemd vermogen? Hypotheek, beleggingsfinanciering, projectfinanciering, securitisatie of bedrijfslening? De keuze tussen het investeren van eigen en/of vreemd vermogen is afhankelijk van de beschikbare financiële middelen van de belegger, daarnaast is deze afhankelijk van het feit of de belegger bereid is rentevergoeding te betalen op een lening of wellicht bereid is winst op een investering te delen.

Tevens zal het hefboomeffect een belangrijke rol spelen in de keuze tussen eigen- en vreemd vermogen. De financiële hefboomwerking geeft de invloed aan van de vermogensstructuur (verhouding eigen/vreemd vermogen) op de rentabiliteit van het eigen vermogen (Blox e.a., 1985). Indien de belegger dus gebruik weet te maken van relatief 'goedkoop' vreemd vermogen heeft dit een positieve invloed op de rentabiliteit van het eigen vermogen.

Zowel het eigen- als het vreemd vermogen kan op verschillende manieren aan een onderneming beschikbaar gesteld worden. De vergoeding over het eigen vermogen hangt af van de bedrijfsresultaten en is dus redelijk onzeker. Voor de kapitaalverschaffers van het vreemd vermogen vervult het eigen vermogen een bufferfunctie voor eventuele verliezen. De terugbetaling van vreemd vermogen komt dus in de moeilijkheden zodra het gehele eigen vermogen door verliezen is verdampt. Een andere benaming voor het eigen vermogen is dan ook ondernemend- of risicodragend vermogen. Het vreemd vermogen wordt beschouwd als niet-risicodragend aangezien de vergoeding die de onderneming over dit vermogen verstrekt (interest) onafhankelijk van de bedrijfsresultaten is. (Leemhuis, 2008).

▪ Eigen vermogen

Eigen vermogen wordt door de eigenaren of aandeelhouders van een bedrijf (Naamloze vennootschap NV of besloten vennootschap BV) ingebracht in ruil voor aandelen of een achtergestelde lening. De externe verstrekkers van risicodragend (eigen) vermogen worden investeerders genoemd. Het eigen vermogen kan toenemen door winstinhoudingen (winstreserve), waardestijging van activa (herwaarderen) of door nieuwe stortingen door de aandeelhouders.

Aangezien deze investeerders van de onderneming het volledige ondernemersrisico lopen hebben zij ook recht op een deel van de winst van de onderneming dat als dividend wordt uitgekeerd. De investeerders stellen hun ingebrachte vermogen permanent aan de onderneming beschikbaar en zolang de onderneming niet wordt geliquideerd is deze niet verplicht het eigen vermogen ervan terug te betalen. Er is wel een mogelijkheid dat de investeerders zijn aandeel aan een andere belegger verkoopt. Indien een onderneming failliet gaat is ook de investeerder zijn geïnvesteerde vermogen in aandelen kwijt.

Vormen van financiering met eigen vermogen:

- Financiering middels venture capital en private equity;
- Financiering middels de vastgoed cv's en maatschappen

Zowel venture capital als private equity zijn door derden verstrekt eigen vermogen, bij venture capital gaat het doorgaans om kapitaal voor startende of jonge snelgroeiende bedrijven en zal het risico en rendement dan ook hoger zijn dan bij private equity waarbij het gaat om kapitaal voor volwassen bedrijven en het risico en rendement dus lager zal zijn.

Bij venture capital en private equity geldt wel dat het om een niet beursgenoteerd bedrijf gaat waarbij het kapitaal meestal wordt ingebracht door een participatiemaatschappij.

In een vastgoed cv (commanditaire vennootschap) kunnen particuliere beleggers en rechtspersonen direct een aandeel verwerven in één of meerdere onroerendgoedprojecten. (AFM 2005) Een commanditaire vennootschap of een maatschap heeft een beheerder die verantwoordelijk is voor het beleid en namens een groep beleggers (de participanten of de maten) één of meer vastgoedobjecten of projecten aankoopt, exploiteert en verkoopt aan het einde van een bepaalde periode. Gedurende de looptijd van de cv krijgen de participanten/commanditaire vennoten/maten het economisch eigendom over de investering, hetgeen inhoudt dat zij de opbrengsten van de cv (meestal huur, en aan het einde van de looptijd de opbrengst van de verkoop) en de kosten die bij het beheer van het vastgoed behoren onder elkaar verdelen. Vaak wordt het juridisch eigendom ondergebracht bij beherend vennoot. De omvang per cv varieert van enkele miljoenen tot circa € 100 miljoen, De minimale deelname bedraagt gewoonlijk circa € 10.000,- per participatie. (Van Gool e.a., 2007)

▪ Vreemd vermogen

Vreemd vermogen is rentedragend vermogen dat over het algemeen wordt geleend tegen een onderpand. Het geld wordt geleend en moet dus (met rente) worden terugbetaald. Banken en financiële instellingen zijn de aangewezen partijen voor het verstrekken van vreemd vermogen.

Verstrekkers van vreemd vermogen op basis van zekerheden worden ook wel financiers genoemd.

Verwacht dus niet dat een bank geld zal verstrekken zonder zekerheden. Een bank leent geld en wil garanties voor de terugbetaling. Blanco financiering (zonder zekerheden) is voor een bank geen optie, omdat ze anders zelf extra eigen vermogen achter de hand moet houden als buffer.

Het vreemd vermogen van een onderneming kan worden onderverdeeld in diverse vormen. De onderverdeling kan verband houden met verschillen in looptijd, rentetarief, verhandelbaarheid en zekerheidstelling. Tevens kan er onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds de traditionele bancaire financiering en de financiering door middel van uitgifte van obligaties.

Enkele financieringsmogelijkheden van vreemd vermogen betreffen:

- Hypothecaire financiering
- Portefeuille financiering
- Obligatielening
- Securitatie

2.3 Probleemstelling

Vanwege de economische crisis die in 2008 is begonnen en op dit moment in 2013 nog steeds aan de orde van de dag is dienen de banken de bankbalansen noodgedwongen op orde te brengen. De banken zijn bezig hun solvabiliteitsratio's² weer op peil te brengen doordat veel banken deze ver beneden de minimale niveaus hebben laten zakken wat mede de reden is geweest dat banken in financiële problemen zijn gekomen. Daarnaast zijn banken momenteel druk bezig met de invoering van het verplichte Basel III samenwerkingsakkoord dat in 2018 van kracht moet zijn. Hierin worden een aantal eisen gesteld aan het bankkapitaal: zo worden er hogere eisen gesteld aan de kwantiteiten en kwaliteiten wat betreft het eigen vermogen van de bank en daarnaast worden de eisen van de eigen financiering van banken verder aangescherpt wat zal resulteren in een verhoging van de kosten voor financieringen met langere looptijden (>5 jaar) verder zal verhogen.

Doordat banken druk bezig zijn met de economische crisis het hoofd te bieden en de invoering van Basel III is anno 2013 het verkrijgen van een bancaire financiering voor vastgoed of het MKB haast onmogelijk geworden. Daarnaast zijn banken uiterst voorzichtig geworden als het gaat om het financieren van commercieel vastgoed. Volgens de Nederlandsche Bank staat er momenteel voor 80 miljard uit aan vastgoedleningen en zal de komende drie jaar hiervan 60% geherfinancierd

² solvabiliteit is de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen op de balans

moeten gaan worden. "Financiering van commercieel vastgoed is in algemene zin een risicovolle activiteit" (DNB 2013a).

De nabije toekomst ziet er dus niet rooskleurig uit als het gaat om vastgoedfinancieringen. Zowel vastgoedbeleggers als andere MKB ondernemers dienen op zoek te gaan naar alternatieve financieringsbronnen in plaats van de 'traditionele' bancaire financiering.

Voor vastgoed kan dit betekenen dat het roer om moet. Jarenlang is vastgoed gefinancierd middels een gedeelte eigen vermogen en een gedeelte vreemd vermogen middels bancaire financiering.

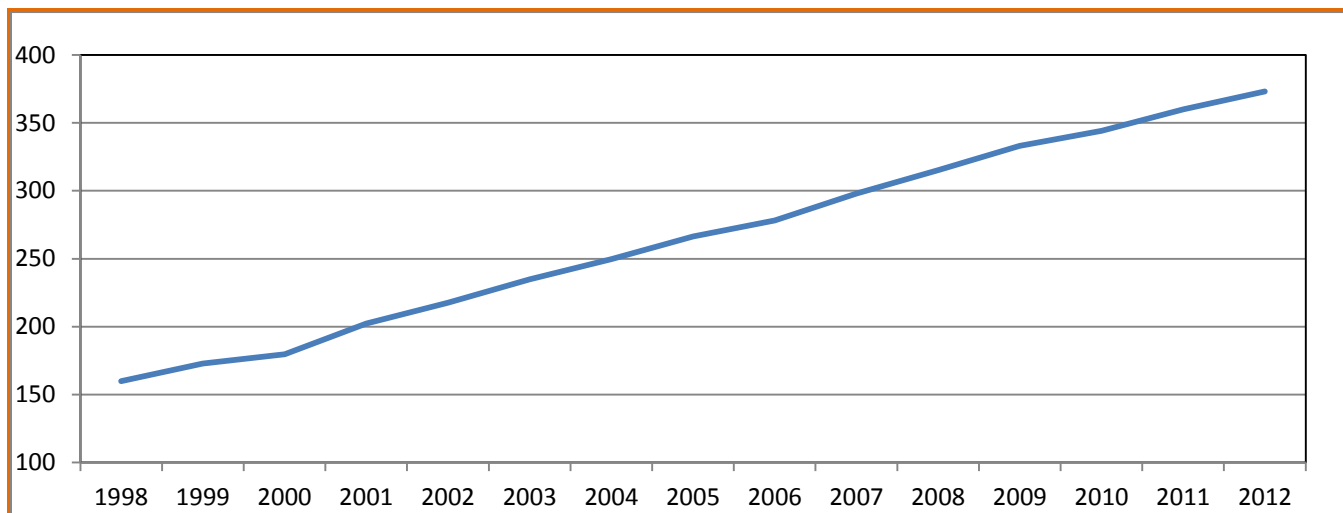
De doelstelling van deze thesis is om een beeld te geven wat de mogelijkheden zijn wat betreft alternatieve financieringsvormen en wat de huidige stand van zaken daaromtrent is. Het geeft vastgoedondernemingen in het MKB segment een beeld van de mogelijkheden die er zijn.

2.4 Nieuwe financieringsmethoden voor vastgoed

Zoals het er op dit moment naar uitziet zal de bancaire financieringsmarkt voor vastgoed dat sinds 2008 sterk veranderd is niet snel meer ombuigen, waarschijnlijk is het zelfs een blijvende verandering. Om nu en in de toekomst toch het vastgoed te kunnen (her)financieren zullen vastgoedeigenaren en vastgoedbeleggers op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsvormen om de vastgoedportefeuille te kunnen laten groeien. Maar welke kapitaalmarkt is nu het meest geschikt om in deze veranderde tijd financiering te bieden?

Volgens KPMG (Veenman, 2012) zullen door de steeds hoger wordende kapitaal- en liquiditeitsbuffers van de banken de marges op kredieten sterk gaan stijgen die leiden tot hogere rentevergoedingen. Vanwege dit hogere tarief wordt het voor de institutionele belegger (verzekeraar en pensioenfondsen) steeds aantrekkelijker om het gat van de banken als kredietverstrekker in te vullen. Volgens KPMG gaan we in Nederland naar een situatie waarin sprake is van een gediversifieerd aanbod van kapitaal instrumenten van zowel eigen als vreemd vermogen waarbij diverse partijen zich richten op verschillende onderdelen van de kapitaalstructuur van een bedrijf. Een probleem hierbij is dat het financieren van vastgoed binnen het MKB als een risico gezien kan worden door deze institutionele beleggers waardoor de kosten voor het aantrekken van een vastgoedfinanciering veelal te hoog zullen worden.

Een andere kapitaalmarkt die een mogelijkheid biedt voor de alternatieve financiering is de particuliere kapitaalmarkt. Volgens gepubliceerde cijfers van De Nederlandsche Bank (DNB 2013b) zijn de spaargelden en deposito's van Nederlandse huishoudens gestegen van 160 miljard in 1998 tot 373 miljard eind 2012.



Figuur 2, Groei van spaargelden en deposito's van huishoudens in Nederland in miljarden Euro's (bron: DNB 2013)

Dit toont aan dat er veel geld beschikbaar is vanuit de particuliere kapitaalmarkt. De rentes die geboden worden op de Nederlandse spaardeposito's variëren (per 2^e kwartaal 2013) tussen de 1% en 2% voor een 1-jarig deposito tot 3-3,5% voor een 10-jarig spaardeposito. (bron: actuelerentestanden.nl)

De inflatiecijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) tonen aan dat sinds 2011 de inflatie schommelt tussen 2,5 en 3,5 % (CBS.nl).

Inflatie (CPI) laatste jaren	
juli 2013	3,10%
juli 2012	2,30%
juli 2011	2,62%
juli 2010	1,62%
juli 2009	0,19%
juli 2008	3,21%
juli 2007	1,46%
juli 2006	1,33%
juli 2005	1,62%
juli 2004	1,14%

Tabel 1, Publicatie CPI inflatiecijfers juli (bron: CBS)

Doordat er enerzijds een lage rente op deposito's geboden worden en anderzijds het inflatiecijfer afgelopen jaren rond de 3% schommelt zijn particulieren beleggers op zoek naar alternatieven om hun spaargelden tegen een hoger percentage (veilig) voor korte (<5 jaar) of langere (>5 jaar) weg te zetten.

Er zijn meerdere alternatieve financieringsmethoden voor het financieren van vastgoed, hier worden er een aantal beschreven waarna de afbakening zal plaatsvinden welke het meest kansrijk zijn en verder worden onderzocht.

2.4.1 NPEX

De Nederlandse Participatie Exchange (NPEX) is een online handelsplaats waar ondernemers niet beursgenoteerd effecten kunnen verhandelen. Daarnaast verzorgt NPEX ook de volledige administratie rondom het uitgeven van effecten. NPEX stelt MKB ondernemers in de gelegenheid om groeikapitaal te genereren voor hun onderneming. Op NPEX kunnen ondernemingen en beleggingsfondsen effecten uitgeven aan particulieren of aan beleggers onderling.

NPEX is sinds 2009 operationeel en opgericht in samenspraak met AFM en DNB.

Een ondernemer heeft de keuze om effecten te verhandelen via de open markt of via een onderhandse (gesloten) markt. Een eigen stichting van NPEX beheert de effecten en gelden. (Npex.nl)

2.4.2 Alternext

Alternext is opgericht om kleine- en middelgrote bedrijven een kans te bieden toegang te krijgen tot meer kapitaal voor verdere groei van de onderneming (mkb.servicesdesk.nl). Het grote voordeel voor hen is dat de ondernemingen via de Alternext beurs naast aandelen ook obligaties mogen uitgeven. Met een notering aan Alternext kunnen (vastgoed)beleggers zonder een al te hoge drempel alternatief kapitaal vergaren door aandelen of obligaties uit te geven. Deze methode biedt speculanten de mogelijkheid om met relatief kleine bedragen deel te nemen in (vastgoed)fondsen.

2.4.3 Crowdfunding

Crowdfunding is een collectieve inspanning van een grote groep mensen die gezamenlijk hun geld bundelen om middels een open verzoek via internet te investeren in een initiatief. Vaak gaat het om relatief lage bedragen zodat het voor de investeerder gemakkelijk en laagdrempelig is een bedrag naar keuze te doneren of te investeren. Crowdfunding is een manier van kapitaalverwerving die zich al geruime tijd heeft bewezen in de muziek- en filmindustrie. In de Verenigde Staten wordt het al enige tijd in de vastgoedsector toegepast en op dit moment zijn er in Nederland allerlei initiatieven om het toe te gaan passen in de vastgoedsector. Crowdfunding kan fungeren als een soort van tussenweg voor (vastgoed) beleggingen. Het is niet nodig om een groot minimaal vermogen in te leggen zoals bij een vastgoed cv fonds. Daarnaast kunnen makers van vastgoed (cv) fondsen door middel van crowdfunding kleinschalige vastgoedbeleggingen uitgeven.

De AFM heeft in de periode 2009-2011 onderzoek verricht naar niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen voor consumenten. Hierin zijn 46 aanbieders onderzocht, 12 met een AFM vergunning en 34 aanbieders zonder vergunning. Hier zijn door de AFM 67 handhavingsmaatregelen opgelegd, zoals het intrekken van vergunningen, het wegsturen van bestuurders, het aanstellen van curatoren, aangifte doen en het vertrekken van normoverdracht.

(AFM, 2012) Door deze tekortkomingen pleit de AFM ervoor om alle partijen die particulieren niet-beursgenoteerde beleggingen aanbieden onder haar toezicht te krijgen.

Zowel NPEX als Alternext werkt geheel onder toezicht van de AFM.

Aangezien dit onderzoek niet bedoeld is om onderscheid te maken tussen NPEX en Alternext is ervoor gekozen om met één van de twee het onderzoek verder uit te werken.

Aangezien NPEX en crowdfunding niet-beursgenoteerd zijn en Alternext wel is ervoor gekozen het onderzoek verder te gaan met één niet-beursgenoteerd alternatief, crowdfunding, en één beursgenoteerd alternatief, Alternext.

2.5 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn deelvragen 1 en 2 beantwoord. Er is ingegaan op de hoe de traditionele vastgoedmarkt gefinancierd werd middels een bancaire financiering voor het vreemde vermogen.

Daarnaast is uiteen gezet hoe de particuliere kapitaalmarkt er momenteel voorstaat en wat mogelijke alternatieve financieringsmethoden zijn om deze kapitaalmarkt te gebruiken voor het financieren van vastgoed binnen het MKB. Uiteindelijk is er een keuze gemaakt om twee alternatieven nader uit te werken, financiering middels Alternext en crowdfunding. In de volgende hoofdstukken worden deze financieringsmethoden verder uitgewerkt.

3. Crowdfunding en Alternext

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe vastgoed binnen het MKB zowel beursgenoteerd (Alternext) als niet beursgenoteerd (crowdfunding) gefinancierd zou kunnen worden vanuit de particuliere kapitaalmarkt. Hoe komen deze financieringsmethoden tot stand en wat zijn de stakeholders die hierbij benodigd zijn? Ook zal er internationaal gekeken worden naar beide mogelijkheden en in hoeverre hier vastgoedprojecten inmiddels mee gefinancierd zijn.

3.2 Crowdfunding

Letterlijk vertaald betekent crowdfunding: financieren door de menigte, er zijn verschillende definities van het begrip crowdfunding te vinden op internet en in de literatuur:

3.2.1 Definities van crowdfunding

"Crowdfunding, is een gezamenlijke inspanning van mensen die met elkaar hun geld bundelen, meestal via het internet, om te investeren in en ondersteunen van de inspanningen geïnitieerd door andere personen of organisaties." (Ordanini e.a., 2011)

"Crowdfunding is een alternatieve wijze om een project te financieren. Om een project te financieren gaan ondernemers in de meeste gevallen naar de bank om een kredietaanvraag te doen en zo startkapitaal te verkrijgen. Crowdfunding verloopt echter zonder financiële intermediairs, maar zorgt voor direct contact tussen investeerders en ondernemers."(Wikipedia)

"Crowdfunding is een verzamelbegrip voor allerlei initiatieven waarbij de input van velen kan leiden tot het behalen van een doel door één partij. Een manier van sociaal lenen en investeren waarbij marktpartijen elkaar kunnen vinden in vraag en aanbod op verschillende vlakken."(crowdfunding.nl)

"Crowdfunding gaat om een open verzoek, meestal via het internet, voor de verstrekking van financiële middelen, hetzij in de vorm van schenking of in ruil voor het toekomstige product of een bepaalde vorm van beloning en / of stemrechten" (Bellaflame e.a., 2011)

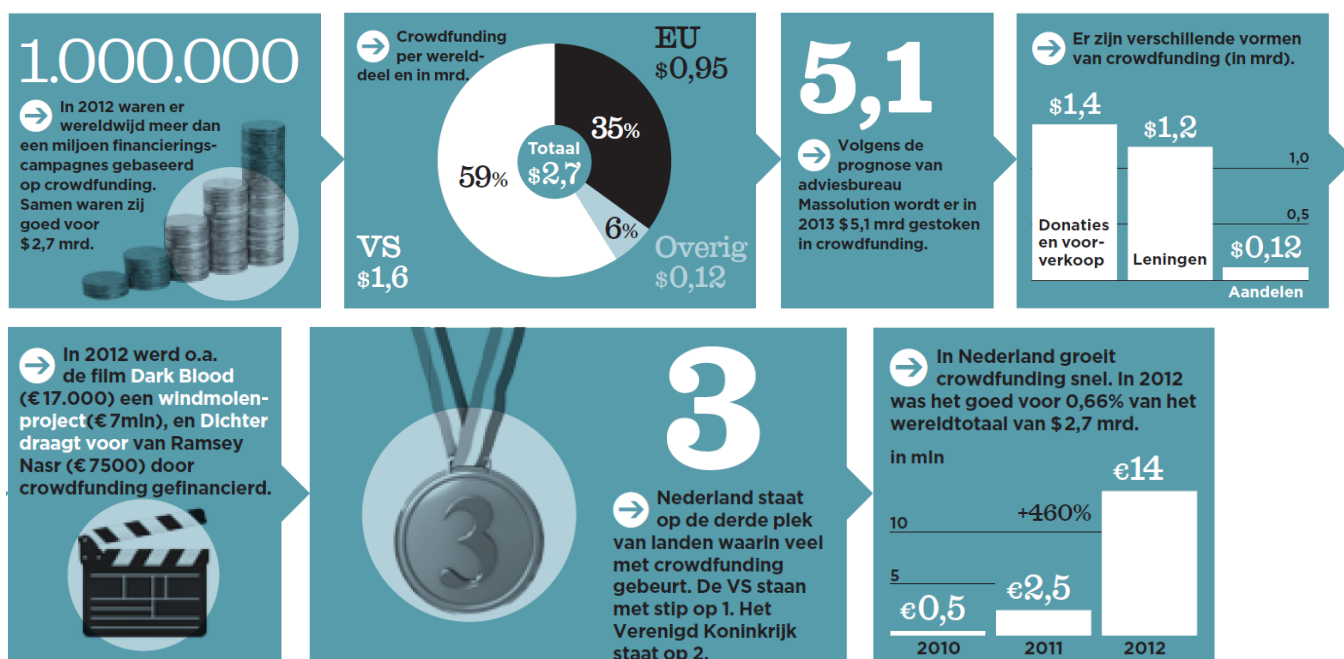
Uit bovenstaande definities is de volgende definitie voor crowdfunding te destilleren:

Crowdfunding is een collectieve inspanning van een grote groep mensen die gezamenlijk hun geld bundelen om middels een open verzoek via internet te investeren in, en ondersteunen van, de inspanningen geïnitieerd door anderen personen of organisaties in ruil voor het toekomstige product of een bepaalde vorm van belonen en/of stemrechten.

Het idee van crowdfunding is niet nieuw, de VOC financierde op deze wijze zijn handelsmissies en een ander bekend voorbeeld is het Vrijheidsbeeld in New York dat geschonken is door Frankrijk en gefinancierd is door de Franse bevolking. Ook veel verkiezingscampagnes in binnen en buitenland worden al jaar en dag gefinancierd door middel van geldschenkingen van burgers en bedrijven.

Sinds de jaren negentig van de vorige eeuw is crowdfunding een populair instrument geworden in de kunst en cultuur. De muziek- en filmindustrie maken sindsdien veel gebruik van het ophalen van geld middels crowdfunding doordat fans vragen om nieuwe muziek, een nieuw album of film en hier dus geld voor beschikbaar willen stellen. De Britse rockgroep Marillion heeft bijvoorbeeld in 1997 met crowdfunding bij haar fans de tournee gefinancierd.

Door enerzijds de kredietcrisis en anderzijds de opkomst van online communicaties en social media heeft sinds 2006 crowdfunding een belangrijke vlucht genomen in onze cultuur (afbeelding 1) en steeds meer nieuwe initiatieven worden dan ook door verschillende websites aangekondigd. Belangrijke Nederlandse crowdfund websites op dit moment zijn: Symbid, Geldvoorelkaar.nl en CrowdAboutNow.com



Afbeelding 1, De wereldwijde groei van crowdfunding (bron: FD 04-05-2013)

Een belangrijk onderdeel van crowdfunding is dat er iets tegenover moet staan, dit kan enerzijds in materiele zin zijn zoals het ontvangen van rente of het gedeeltelijke recht van eigendom ontvangen of in immateriële zin waarbij het meer gaat om iets terug te doen voor de maatschappij zoals bij het instant houden van maatschappelijke objecten of het steunen van goede doelen. Het verschil in de beloning van de crowdfunders heeft geleid tot verschillende typen crowdfunding.

3.2.2 Vormen van crowdfunding

Crowdfunding is een instrument om financiering te krijgen, het is zeker geen doel op zich. De breedte van het begrip crowdfunding is vooral te wijten aan de diversiteit van de beloningen die een individu voor zijn donatie of investering ontvangt (Van Vliet, 2011). Deze beloningen kunnen in diverse vormen voorkomen aan de hand van diverse soorten crowdfunding.

De eerste vormen zijn incentive based en equity based crowdfunding (Bogaard, 2011).

Bij incentive based crowdfunding gaat om donaties waar eventueel kleine niet-financiële producten tegenover staan zoals het ontvangen van muziek, films of naamsbekendheid (sponsering). Deze vorm wordt veelal gebruikt door bijvoorbeeld artiesten, filmmakers en uitvinders.

Een andere vorm van incentive based crowdfunding is het doen van voorverkopen, kopers doen voor een nieuw product alvast een aanbetaling. Zijn er genoeg bestellingen, dan kan de productie van start gaan en kunnen de 'early birds' profiteren van een korting.

Bij equity based crowdfunding gaat het om de financiële tegenprestatie en dient de donateur gezien te worden als investeerder. De tegenprestaties bestaan uit een directe of indirecte financiële beloning, hierbij kan men denken aan een percentage van de winst van het project, aandelen in het bedrijf of het ontvangen van variabele rente op het geïnvesteerde bedrag en zeggenschap. Een goed voorbeeld hiervan is Symbid, dit is een online crowdfund platform waarbij het platform ook nog optreedt als community zodat investeerders inspraak hebben binnen het bedrijf waarin zij een bedrag hebben gedoneerd.

Een andere genoemde vorm binnen crowdfunding is debt-crowdfunding with a financial return, ook wel peer to peer lending genoemd (P2P-Lending) (Zandvliet, 2011). Hierbij verstrekken de donateurs een geldlening waarbij vooraf een vast rentepercentage wordt afgesproken. De donateurs hebben hier geen of weinig invloed op het project of ingelegde vermogen terwijl dit bij equity based wel het geval is. Bij Geldvoorelkaar.nl bepaalt de kredietnemer zelf hoeveel hij wil lenen, voor hoe lang en tegen welke rente. De website geeft de desbetreffende kredietnemer een rating van A (veilig) tot E (zeer speculatief).

In dit onderzoek worden de volgende vier vormen van crowdfunding aangehouden:

Donatie: investeren in een bepaald doel en daarvoor een kleine niet-financiële tegenprestatie voor ontvangen;

Voorverkoop: aanbetaling/voorbesteding doen in een nog te ontwikkelen product en als tegenprestatie later het product geleverd krijgen met een eventuele korting;

Lening (vreemd vermogen): het uitlenen van gelden voor een bepaalde periode tegen een vooraf overeengekomen rentepercentage;

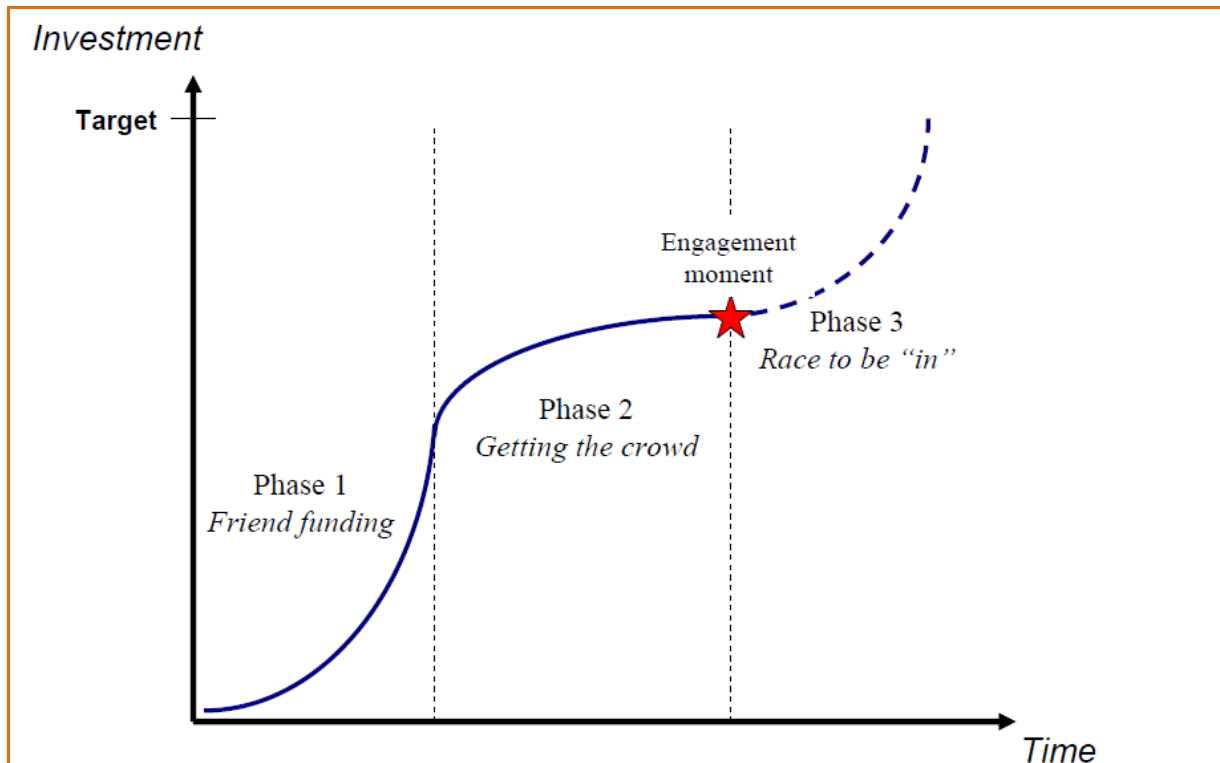
Investering (eigen vermogen): investeren in een bedrijf en daarvoor aandelen in het bedrijf, winstdeling en zeggenschap voor terugkrijgen.

3.2.3 Hoe werkt crowdfunding?

Bij crowdfunding zijn drie partijen essentieel: (Hol, 2012)

- 1. De Initiatiefnemer:** is iemand of een bedrijf die een idee/initiatief heeft voor een product, project of bedrijf maar waar de financiële middelen ontbreken om dit te verwezenlijken. De meeste kans van slagen heeft een initiatiefnemer die ook binnen zijn eigen (social) netwerk kan sympathiseren voor het meedoen aan het crowdfund project. Uit onderzoek van Agrawal (Agrawal e.a., 2011) blijkt dat de rol van het lokale netwerk in het financieringsvraagstuk zeer belangrijk is voor organisaties. Bekenden, vrienden en familie zijn eerder geneigd mee te investeren in het beginstadium van een crowdfundproces en kunnen dit overbrengen binnen hun eigen netwerk.
- 2. De Financier** (donateur) gelooft in het idee en heeft daar geld voor over:
In het onderzoek van Van Vliet (van Vliet, 2011) worden drie typen financiers beschreven:
 - De financier die sympathiseert met de initiatiefnemer in combinatie met de kwaliteit van het initiatief;
 - De financier die geïnteresseerd is in het initiatief vanwege het nut voor de maatschappij of het nut voor de financierzelf;
 - De financier die geïnteresseerd is in een tegenprestatie.
- 3. De Intermediar,** is diegene die het (online)platform aanbiedt zodat de initiatiefnemers zich hier kunnen presenteren. De intermediar heeft een netwerk van financiers en brengt nieuwe crowdfund projecten bij hen onder de aandacht. De initiatiefnemer is uiteraard vrij om te kiezen of hij gebruikt maakt van een intermediar of niet.

Het te lopen traject voor een crowdfundproces wordt door Ordanini (2011) in een grafiek (*Typical Path of Consumer Investment via a Crowdfunding Platform*) weergegeven:



Figuur 3, Typical path of consumer investment via a crowdfunding platform (Ordanini e.a. 2011)

Friend Funding

Hierbij wordt in fase 1 aangegeven dat de start van het proces plaatsvindt bij het vinden van financiers binnen het eigen netwerk die of bekend zijn met de initiatiefnemer of met het te financieren project. Deze eerste fase loopt door tot ongeveer de helft van het op te halen bedrag, de target.

Getting the crowd

In fase 2 vlakt de investeringsstroom uit doordat er vanuit het eigen netwerk nu aansluiting moet gaan plaatsvinden bij het grote publiek, de crowd. Deze fase is cruciaal voor het al dan niet slagen van een crowdfundproces. Een belangrijke rol in deze fase is weggelegd voor de crowdfundingplatformen die investeerders kunnen interesseren voor het initiatief om mee te doen. Indien het initiatief niet aanslaat bij het grote publiek en er steeds meer tijd verstrijkt wordt de kans van slagen ook steeds kleiner aangezien er dan een steeds negatiever beeld ontstaat over het te funden project.

Race to be "in"

Op een gegeven moment komt er in fase 2 een omslagpunt waaruit blijkt dat de menigte is bereikt en er een kansrijk beeld ontstaan is over het te funden project, dit moment wordt het engagement

moment genoemd. Vanaf dit moment start de 3e fase en zullen de hoeveelheid investeringen een steeds snellere vlucht nemen vanwege het positieve beeld van het project en men bang is hiervoor 'de boot te missen'.

Bij het halen van het financiële doel is het crowdfund project volledig gevuld en kunnen er ook geen investeringen meer gedaan worden.

Als verschillende crowdfund platformen (Symbid, CrowdAboutNow, Geldvoorelkaar.nl) worden bekeken zijn er een aantal overeenkomsten:

- Het te doneren/investeren bedrag is vrij laag
- De rente bedraagt gemiddeld tussen de 6 en 10%
- Er zijn diverse verdienmodellen voor de intermediairs, meestal middels een aanbreng fee betaalt door de initiatiefnemer.

Begin 2013 heeft het Nationaal Crowdfunding Onderzoek plaatsgevonden (Akker e.a. 2013), er zijn 1277 respondenten benaderd via het netwerk van de Rabobank, de verschillende Nederlandse crowdfund platformen en het eigen netwerk van de onderzoekers. In dit onderzoek is gevraagd naar de financiële of niet-financiële tegenprestaties van crowdfunden. In tabel 2 zijn de uitkomsten van de tegenprestaties weergegeven.

Tegenprestaties	Percentage
Geen	23%
Natural/product	52%
Financieel	12%
Weet niet meer	3%
Anders	9%

Tabel 2, Type tegenprestaties voor crowdfunding (Akker e.a. 2013)

Als gekeken wordt naar de omvang van de financiële bijdragen per persoon per crowdfundproject geeft het nationaal Crowdfunding Onderzoek (Akker e.a. 2013) de bedragen en percentage zoals weergegeven in tabel 3

	Aantal	Percentage
Minder dan € 10,-	33	8%
€11,- tot €25,-	111	26%
€26,- tot €50,-	98	23%
€51,- tot €100,-	68	16%
€101,- tot €250,-	37	9%
€251,- tot €500,-	19	5%
Meer dan €500,-	45	11%
Weet niet of wil niet zeggen	9	2%

Tabel 3, Omvang financiële bijdragen per persoon per project (Akker e.a. 2013)

3.3 Alternext, beursgenoteerd aanbieden van vastgoed aandelen en/of obligaties

In Nederland staat de beurs bekend als NYSE Euronext te Amsterdam. NYSE Euronext is een gereguleerde beurs in de zin van de Wet op het financieel toezicht. Ondernemingen die een notering op deze beurs willen dienen aan verschillende criteria te voldoen zoals de IFRS boekhoudregels en code Tabaksblat (Van 't Hof, 2009). Vanwege toenemende strengere toetredingsregels en verplichtingen (door de EU) is het mede door de hoge kosten voor kleinen en middelgrote ondernemingen vaak niet realiseerbaar toe te treden tot de beurs. Hierdoor is het voor deze bedrijven haast onmogelijk nieuw kapitaal te vergaren middels deze beurs.

Euronext onderkent het economische belang van een gezonde ontwikkeling van kleine en middelgrote ondernemingen en heeft daarvoor een speciale markt geïntroduceerd, genaamd Alternext. Volgens Euronext maakt Alternext het mogelijk een beursnotering te krijgen voor kleinen en middelgrote bedrijven doordat deze gemakkelijker kunnen voldoen aan de gestelde regels. Tevens kunnen de beleggers op rekenen op adequate transparantievereisten die hun belangen afdoende veilig stellen. Voor Alternext geldt een duidelijk omschreven informatieverplichting. Enerzijds zal Alternext voor de MKB bedrijven toegang geven tot nieuw kapitaal en anderzijds levert het volgens Euronext imago en naamsbekendheid op.

3.3.1 Wat is Alternext?

Alternext is een markt op maat, bestemd voor de notering en verhandeling van aandelen en/of obligaties van kleine en middelgrote ondernemingen. (Alternext, de alternatieve markt voor kleine en middelgrote ondernemingen). Volgens Euronext waren er signalen uit de markt waarin behoefte was voor een nieuwe laagdrempelige beurs mede gezien het feit dat de regels voor de gereguleerde markt steeds verder zullen worden aangescherpt door de EU.

Volgens Euronext biedt Alternext:

- Kleine en middelgrote ondernemingen eenvoudig en efficiënt toegang tot de kapitaalmarkt en in de Eurozone;
- Beleggers transparantie en liquiditeit.

Een belangrijk verschil met Euronext is dat de aandeelhouder bij Alternext alleen dividendrecht ontvangt en dus geen stemrechten heeft. Alternext is een ongereguleerde beurs, maar er zijn wel degelijk regels aan verbonden. Het beursplein van Alternext wordt gereguleerd door de regels van Euronext voor intermediairs en genoteerde fondsen. (Van 't Hof, 2009)

3.3.2 Hoe komt een notering op Alternext tot stand?

Voordat een bedrijf een notering krijgt op Alternext zijn er een aantal te doorlopen stappen met bijbehorende keuzes en kosten.

Er zijn twee mogelijkheden voor een notering op Alternext:

1. Initial Public Offering (IPO): Via openbare inschrijving worden voor tenminste € 2,5 miljoen aan aandelen of obligaties ter vrije verhandeling aangeboden op het moment van notering. Dit kunnen zowel nieuwe als bestaande aandelen of obligaties zijn. Bij een IPO kan iedere belegger investeren middels de aandelen of obligaties.
2. Onderhandse plaatsing (Private placement). Bij een notering na onderhandse plaatsing moet gedurende twee jaar voorafgaand aan de noteringsvraag voor ten minste € 5 miljoen aan aandelen of obligaties onderhands bij tenminste 5 verschillende aandeelhouders zijn geplaatst. Een onderhandse plaatsing is bedoeld voor de professionele investeerders.

	IPO	Onderhandse plaatsing
Track record	2 jaar	2 jaar
Begeleiding	Listing Sponsor	Listing Sponsor
Free float	€ 2,5 miljoen	Geen minimum
Informatie aan beleggers	Prospectus, goedgekeurd door toezichthouder	Informatiememorandum (indien geen prospectus is vereist op grond van de wet) Geen goedkeuring van de toezichthouder nodig

Tabel 4, Noteringseisen voor Alternext (bron: Alternext)

Bij een IPO is het verplicht dat een onderneming een prospectus op laat stellen, bij een onderhandse plaatsing kan volstaan worden met alleen een informatiememorandum.

Wanneer een onderneming nieuw kapitaal nodig heeft kan Alternext de toegang faciliteren tot de openbare kapitaalmarkt. Ondernemingen genoteerd aan Alternext hoeven niet te voldoen aan IFRS, publicaties van kwartaalcijfers, belangenmeldingen, de wet openbare biedingen of de code Tabaksblad voor goed bestuur. Wel van toepassing zijn de regels op het gebied van publicatie (halfjaarcijfers en jaarcijfers) en transparantie van koersgevoelige informatie evenals voorkenniswetgeving.

Voor de toetreding van de Alternext beurs dient een zogenaamde sponsor te worden aangesteld die de onderneming enerzijds financieel begeleidt en adviseert en anderzijds een coördinerende rol zal vervullen tussen de onderneming en de Alternext beurs. Het aanstellen van een listing sponsor is verplicht.



Figuur 4, Notering op Alternext (bron: Alternext)

Rating

Hoewel (nog) niet verplicht is het aan te raden een credit rating te passen bij een notering op Alternext. Een credit rating zegt iets over de kredietwaardigheid van de onderliggende organisatie. Ratings vertegenwoordigen een kansberekening van het kredietrisico van de debiteur en het geeft hiermee inzicht in de kans dat een debiteur kan blijven voldoen aan zijn of haar verplichtingen. Bij een hoge rating (AAA) is de kans klein dat de onderneming niet kan voldoen aan zijn verplichtingen, bij een lage rating (B) is de kans groter.

3.3.3 Aandelen of obligaties?

Aandelen vertegenwoordigen een deel van het bezit van een onderneming, als aandeelhouder ben je mede eigenaar van een bedrijf aangezien je een bewijs van deelneming in het kapitaal van dat bedrijf hebt. Het aandeel geeft je recht op dividend uitkering en deel je dus mee in de winst van de onderneming. Aandelen kunnen op de langere termijn hoge rendementen bieden en ze zijn makkelijk verhandelbaar indien ze beursgenoteerd zijn. Echter zit er ook een hoger risico aan het beleggen in aandelen, als het slecht gaat met de onderneming daalt het aandeel tot in het ergste geval nul. Dit is dan ook de reden dat een groot aantal mensen niet kiest voor aandelen maar meer zekerheden wil verkrijgen in haar beleggingen. Voor ondernemingen kan een huidige lage bedrijfswaardering zeer negatief uitpakken.

Obligaties vertegenwoordigen een bewijs van lening aan een de staat of een onderneming. Middels de obligatie leent men geld uit aan de staat of onderneming voor een bepaalde duur en

wordt er een rente overeengekomen die op vaste tijdstippen (meestal jaarlijks) uitgekeerd wordt. Aan het einde van de overeengekomen termijn dient het volledige kapitaal terug betaald te worden aan de obligatiehouders. Een obligatie is een alternatief voor aandelen, echter is het wel mogelijk dat aan het einde van de looptijd de obligaties omgezet kunnen worden in aandelen, dit noemt men ook wel convertibel. Een voordeel van obligaties is dat de obligatiehouder voorrang krijgt op de aandeelhouder van de onderneming.

Om nagenoeg geen risico te lopen kan men investeren in staatsobligaties, echter is de rente op deze obligaties momenteel zeer beperkt. Tussen 1 januari 2012 en 1 juli 2013 schommelde de 10-jarige rente op Nederlandse staatsobligaties tussen de 1,5 en 2,5% (bron IEX.nl).

Een alternatief is de zogeheten MKB-obligatie. Dit is een obligatie die kleine en middelgrote ondernemingen de kans bieden om toegang te krijgen tot de beurs voor het aantrekken van groeifinanciering zonder dat er zeggenschap van de onderneming weggeven wordt zoals bij aandelen het geval is.

3.4 Voorbeelden van vastgoed gefinancierd middels crowdfunding of Alternext

3.4.1 Crowdfunding in de praktijk

In zowel binnen als buitenland zijn meerdere vastgoedprojecten gefinancierd met behulp van crowdfunding. Echter de vastgoedprojecten in binnenland zijn nog redelijk beperkt in tegenstelling tot het buitenland.

Vechtclub XL, De vechtclub XL is een centrum waar diverse kunstdisciplines en de creatieve bedrijfssector zich met behulp van elkaars expertise kunnen ontwikkelen. In de Vechtclub bevinden zich kantoorruimtes voor diverse creatieve ondernemers, een muziekstudio, een theaterzaal met foyer, diverse ontwerpstudio's en een metaalwerkplaats.

De gemeente kocht het leegstaande OPG complex in de Utrechtse wijk Transwijk , verhuurde dit voor 10 jaar aan de initiatiefnemer van de Vechtclub, Stortplaats van Dromen.

Stortplaats van Dromen bekostigt het ombouwen van het magazijn tot oefenruimten uit eigen middelen. Voor de verbouwing van het magazijn was een aanvullende investering nodig van € 65.000. De bank vond het risico te groot en was niet bereid om hiervoor een lening af te geven. De weerstand bij de bank zat in het feit dat het vastgoed niet als onderpand kon dienen, want het is geen eigendom van Stortplaats van Dromen. Bovendien betwijfelden ze of er voldoende huurders gevonden zouden worden.

De ontbrekende € 65.000 is vervolgens in 2011 opgehaald door middel van crowdfunding in de vorm van leningen bij 171 donateurs, waarbij het geld in 2015 moet worden terugbetaald met een rendement van 14%. (3,7% per jaar) De herontwikkeling van het voormalige magazijn wordt zoveel als mogelijk door Stortplaats van Dromen in eigen beheer uitgevoerd.

Wereldwijd wordt voornamelijk in de VS als alternatieve financieringsmethode crowdfunding ingezet. Het aanbod van crowdfundplatformen schieten hier dan ook als paddenstoelen uit de grond. Enkele voorbeelden hiervan zijn: Fundrise, Realty Mogul, Collaperty, Prodigy Network, Primarq, IFunding. De meeste platformen bieden vastgoed aan middels crowdfunding als een investering (private equity), verder is opvallend dat het voornamelijk om lokaal kleinschalig vastgoed gaat zoals een voormalige bibliotheek (Fundrise) of separate woningen (Realty Mogul, Primarq).

Wat betreft het grotere commercieel onroerend goed is The Prodigy Network op dit moment een platform wat diverse projecten aanbiedt of inmiddels gefund heeft. Eén van deze projecten is het BD Bacatá te Colombia.

BD Bacatá Colombia

Het betreft een multifunctionele toren genaamd "BD Bacatá". Er zullen zich onder andere een Hotel, Shopping mall en business centrum in worden gerealiseerd.

De toren is momenteel in aanbouw en zal de hoogste wolkenkrabber van het land worden. Het zal een onervulde vraag bedienen naar hotels, winkels, kantoren en residentiële ruimte in de stad. Momenteel werken 1,7 miljoen mensen in een gebied waar maar 120.000 verblijven. De BD Bacatá is de eerste wolkenkrabber die gebouwd wordt in Colombia.

Het project heeft een kostenplaatje van \$240 miljoen. De gedachte die The Prodigy Network gebruikt is dat het voor één "gewone" burger niet betaalbaar is om een project als dit te financieren, daarom is het, 66 verdiepingen tellende gebouw van meer dan 240 meter hoog, verdeeld in duizenden gelijke delen genaamd Real Estate Participation (REP's). Iedere deelnemer wordt dus voor een deel eigenaar en dingt mee naar de winst die volgens verwachting gerealiseerd zal worden. De methode die hier wordt toegepast is investeren.



Afb. 2, BD Bacatá Colombia

Een REP vertegenwoordigt een waarde van \$40.000,- en zal na verwachting van The Prodigy Network een IRR opleveren van 16%. Momenteel zijn er 3.500 participanten die gezamenlijk al \$220 miljoen hebben gefinancierd. The Prodigy Network maakt gebruik van een afgeschermd gedeelte van de eigen site, hier zijn de REP's op een second-market verhandelbaar. Het is dus mogelijk voor de participanten om als de wens er is de REP te verkopen.

Op deze manier is het hoogste gebouw van Colombia naar eigen zeggen van The Prodigy Network een wereldwijd crowdfunding record. (theprodigy network.com)



Afbeelding 3, Impressies BD Bacatú

Highline New York

Misschien wel 's -werelds bekendste vastgoedproject wat (gedeeltelijk) middels crowdfunding is gefinancierd is de Highline in New York. Dit is een 2,3 km lang treinspoor door de wijk Meatpacking in Manhattan. Het treinspoor ligt 7,5 meter boven het maaiveld en deed voornamelijk in de eerste helft van de 20^e dienst als goederen transport. Na 1980 begon de spoorlijn ernstig te vervallen en leek de enige oplossing sloop van de spoorlijn. Halverwege de jaren tachtig begon een groep zich te verzetten tegen deze sloop en wisten uiteindelijk deze te herontwikkelen naar een stadspark. De totale investering van \$112 miljoen werd gedeeltelijk (30%) betaald door de gemeente New York en het andere deel (70%) werd gefinancierd door private lokale partijen.



Afbeelding 4, The Highline, New York

3.4.2 Alternext in de praktijk

Op dit moment zijn er nog geen vastgoed gerelateerde noteringen op Alternext Amsterdam Wel zijn er inmiddels noteringen van MKB obligaties waaronder CE Credit Management. Credit Management richt zich op het beheer en uitwinning van debiteurenportefeuilles en heeft sinds 31

mei 2012 een notering op Alternext. Het betreft een lening van maximaal € 10 miljoen in de vorm van 8% senior gesecureerde, winstdelende obligaties met een looptijd van 5 jaar.



Figuur 5, Koersverloop van de op Alternext Amsterdam geplaatste MBK obligatie van CE Credit Management (bron: IEX.nl)

Op 4 december 2012 vond de eerste notering van een vastgoed obligatie plaats op Alternext. De Franse ontwikkelaar en belegger van woningen, Capelli Groupe, heeft een obligatie uitgifte genoteerd van € 11,7 miljoen. Het betreft hier een looptijd van 5 jaar en een jaarlijkse vast rente van 7%, deze wordt per half jaar uitgekeerd. Toegekende rating bedraagt BBB.



Figuur 6, Koersverloop van de op Alternext Parijs geplaatste obligatie van Capelli Groupe (bron: IEX.nl)

Begin juli 2013 heeft in Frankrijk opnieuw een notering plaatsgevonden van een obligatie uitgifte van vastgoed op Alternext Parijs. Het bedrijf Realites, een vastgoedontwikkelaar uit het westen van Frankrijk, heeft een obligatielening van € 7,3 miljoen geplaatst. De looptijd bedraagt 6 jaar met een jaarlijkse rente van 9%, uitgekeerd per half jaar. De rating betreft BB.



Figuur 7, Koersverloop van de op Alternext Parijs geplaatste obligatie van Realites (bron: IEX.nl)

Als we verder in Europa kijken is er een duidelijke toename te zien in beurzen die zich richten op de handel in kleinere veelal voor particulieren en institutionele partijen bestemde obligaties. Zo zijn er in Duitsland meerdere platformen die al enige jaren succesvol de MKB obligatie (Mittelstand Anleihen) noteren.

3.4.3 Hypothese

De huidige financiële markt voor het aantrekken van kapitaal voor vastgoedinvesteringen waarin banken door strengere regels steeds terughoudender worden heeft ervoor gezorgd dat er gekeken dient te worden naar alternatieve financieringsvormen.

Doordat crowdfunding zich op dit moment nog bevindt in een 'vrije' markt waarin er nog geen echte regelgeving is en gestoeld is op het donderen of investeren van kleinere bedragen en het beursgenoteerd aanbieden van vastgoed obligaties op dit moment transparanter georganiseerd is en waaromtrent een duidelijker regelgeving bestaat lijkt het erop dat het beursgenoteerd aanbieden van vastgoed obligaties een beter alternatieve financieringsmethode is voor het aantrekken van vreemd vermogen. Kijkend naar de praktijk dan zijn op de Parijse Alternext inmiddels twee vastgoed obligaties met succes genoteerd terwijl het crowdfunden van vastgoed wereldwijd voornamelijk plaatsvindt voor maatschappelijk vastgoed.

Hieruit is de volgende hypothese gedestilleerd:

Het beursgenoteerd aanbieden van vastgoed obligaties biedt in de huidige tijd meer kans op financiering dan niet beursgenoteerd aanbieden middels crowdfunding.

3.5 Conclusie

In dit hoofdstuk is een beschrijving gegeven van de term crowdfunding, welke vormen er zijn, welke stakeholders hierbij betrokken zijn en hoe dit in zijn werk gaat. Hiermee is deelvraag 3 beantwoord. Alternext is een ongereguleerde beurs voor het MKB waar zij laagdrempelig effecten kunnen aanbieden aan particulieren of institutionele partijen, er is in afgelopen hoofdstuk besproken hoe men een notering kan krijgen op Alternext en welke wegen hiervoor bewandeld kunnen worden. Hiermee is deelvraag 4 beantwoord. Ten slotte zijn er een aantal nationale en internationale praktijkvoorbeelden voor het toepassen van beiden financieringsmethoden in vastgoed nader belicht, waarmee deelvraag 5 is beantwoord.

4. Opzet en uitvoering van het onderzoek

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe het onderzoek is uitgevoerd. Om de in hoofdstuk 3 gestelde hypothese: ***“Het beursgenoteerd aanbieden van vastgoedobligaties biedt in de huidige tijd meer kans op financiering dan niet beursgenoteerd aanbieden middels crowdfunding”***. Het onderzoek bestaat uit twee delen. De theorie uit hoofdstukken 2 en 3 en het empirische veldonderzoek.

4.2 Omschrijving methode van onderzoek

Doordat er weinig literatuur of feiten beschikbaar zijn als het gaat om nieuwe financieringsvormen voor vastgoed is het onderzoek exploratief van aard. In de theorie is beschreven welke alternatieve financieringsvormen er zijn, hoe deze in de praktijk toegepast zouden kunnen worden, wat de onderlinge verschillen zijn en of er wellicht enige samenhang bestaat. Het betreft hier een verzamelingen van kennis, feiten en achtergronden. Om deze verzamelde theorie te toetsen in de praktijk is in hoofdstuk 3 gekeken middels deskresearch in hoeverre deze alternatieve financieringsmethoden worden toegepast in de vastgoedsector en wat de mogelijke voor- en nadelen zijn. Zoals beschreven in hoofdstuk 3 blijkt dit binnen Nederland zeer beperkt te zijn en dient er over de grens gekeken te worden hoe dit in andere landen te werk gaat. Met name in Noord- en Zuid Amerika als het gaat om crowdfunding van commercieel vastgoed en landen als Duitsland en Frankrijk al het gaat om het aanbieden van MKB obligaties binnen de vastgoedmarkt.

Een nadeel van een exploratief onderzoek naar alternatieve financieringsmethoden is dat het een zeer actueel thema waardoor er momenteel veel onderzoek gaande is bij diverse autoriteiten zoals ministeries, DNB, AFM en uitkomsten van deze autoriteiten of mogelijke wijziging in (fiscale) regelgeving deze financieringsmethoden sterk kunnen beïnvloeden. Om dit nadeel het onderzoek niet teveel te belemmeren is ervoor gekozen om 1 juni 2013 als onderzoeksdatum aan te houden.

Als voorzichtige conclusie van het explorerende onderzoek is naar aanleiding van de beschreven theorie de hypothese geformuleerd die getoetst zal gaan worden in de praktijk. Om deze hypothese te toetsen is gekozen voor kwalitatief onderzoek middels het houden van interviews.

Omdat kennis, feiten en samenhang onderzocht worden tussen crowdfunding en Alternext is ervoor gekozen om mondelinge interviews te houden bij voornamelijk de intermediairs/platformen van crowdfunding aangezien zij veelal het eigen beleid van het platform bepalen en Alternext een meer vast stramien heeft waarbinnen het kan opereren. Daarnaast wordt er van de platformen verwacht dat zij een gedegen beeld hebben welke projecten kans van slagen hebben en welke niet.

Om de interviews af te nemen bij intermediairs met enige ervaring in het crowdfunden is ervoor gekozen om platformen te interviewen die minimaal voldoen aan de volgende criteria:

- Het platform dient minimaal 2 jaar te bestaan en operationeel te zijn en daarnaast minimaal 10 initiatieven/projecten gefund te hebben. Hiervoor is gekozen om op deze manier met ondernemers aan tafel te zitten waarvan verwacht mag worden dat hij of zij afgelopen 2 jaar de markt heeft gemonitord bij zowel geldnemers (ondernemers) als geldgevers (investeerders) en eventueel trends heeft waargenomen. Nieuwkomers of 'slapende' crowdfundplatformen worden hiermee uitgesloten.
- Het platform dient een Nederlands platform te zijn voor hoofdzakelijke de Nederlandse markt, het onderzoek richt zich op alternatieve financieringsmethoden binnen het Nederlandse vastgoed;
- Het platform dient zicht te richten op ondernemingen, niet alleen op bijvoorbeeld kunst en cultuur;

Genoemde criteria zijn onderzocht op de websites van de diverse crowdfundplatformen. Als basis is de lijst gehanteerd met de 10 meest relevante aanbieders van crowdfunding die door Douw & Koren is opgesteld in samenwerking met Sprout.nl (2012)

Platform	Online sinds	Aantal gefunde initiatieven	NL-platform	Vorm crowdfunding	Doelgroep	Opmerkingen
Seeds	mei 2012	3	ja	lening	Startende ondernemers	Initiatief ABN Amro
CrowdAboutNow	april 2011	33	ja	lening	ondernemers	AFM vergunning
Symbid	begin 2011	18	Ja	inv. private equity	Start-ups en MKB	
Geldvoorelkaar	begin 2010	198	Ja	peer to peer	Ondernemers/particulieren	AFM vergunning
Sharezstart	begin 2011	4	Ja	lening	Duurzame, innov. projecten	
WeKomenErWel	eind 2010	3	Ja	lening/aandelen	Ondernemers	
Adfunding	begin 2011	0	Ja	lening	Studenten/ondernemers	
OnePlanetCrowd	eind 2012	14	Ja	lening/donatie/voorverkoop	Ondernemers	Veelal in natura
SellanApp	eind 2012	20	Ja	omzetdeling/apps	Mobiele apps	
PitchStar	eind 2011	7	Ja	donatie	Alle initiatieven	Beloning in natura

Tabel 5. Een overzicht van de 10 meest relevante aanbieders van crowdfunding (bron: Sprout.nl 2012 en diverse platform websites per 1-9-2013)

Zoals blijkt uit tabel 5 komen CrowdAboutNow, Symbid en Geldvoorelkaar.nl in aanmerking om een interview te houden. Aangenomen wordt dat gezien de ervaring en het aantal gefunde projecten de mensen achter deze platformen als crowdfund expert geïnterviewd kunnen worden.

Naast het houden van interviews bij de drie genoemde crowdfundplatformen is er tevens voor gekozen een interview te houden met Douw & Koren aangezien zij consultants zijn op het gebied van crowdfunding die onafhankelijk van de diverse platformen adviseren. Zij delen daarbij kennis en ervaring via workshops, lezingen en publicaties aan overheden, banken en andere partijen die de stap naar crowdfunding willen maken. Met name doordat zij pretenderen onafhankelijk te opereren van de platformen maakt het interessant ze te interviewen voor dit onderzoek.

In het onderzoek wordt met name de nadruk gelegd op crowdfunding, en in hoeverre deze financieringsvorm geschikt zou zijn als alternatieve financieringsvorm voor vastgoed? Hiervoor is gekozen doordat crowdfunding een zeer sterke groei aan het doormaken is zoals is beschreven in paragraaf 3.2.1. en blijkt uit het artikel in het FD van (04-05-2013, bijlage IV).

Het aanbieden van vastgoedobligaties middels een platform als Alternext is onderzocht door hier Peter Nederlof van Keijser Capital te interviewen. Nederlof heeft deelgenomen in een commissie die was aangesteld door NYSE Euronext om meer MKB bedrijven naar de beurs te brengen. In een interview met NUzakelijk (2012) gaf Nederlof aan dat er medio 2013 een nieuw pan-Europese MKB-beurs gelanceerd zou gaan worden wat het huidige Alternext zou moeten gaan vervangen. Aangezien dit een zeer interessante ontwikkeling is in dit onderzoek is er in eerste instantie contact gezocht met NYSE Euronext om hieromtrent een interview te kunnen houden. Echter vanuit NYSE Euronext werd verwezen naar Nederlof als zijnde expert en adviseur op het gebied van de MKB-beurs. Aangezien er in Nederland niet meer experts te vinden zijn die bezig zijn met de introductie van een MKB-beurs is besloten om alleen Nederlof te interviewen over de mogelijkheden van vastgoed binnen Alternext of de nog te lanceren pan-Europese MKB-beurs. De nadruk van het interview zal dan ook niet moeten liggen op de introductie van de nieuwe beurs of de slagingskansen hiervan maar meer op de mogelijkheden en toepasbaarheid van vastgoedobligatie op een beurs.

Kort samengevat zijn de volgende personen en bedrijven geïnterviewd:

- Robin Slakhorst oprichter en eigenaar van Symbid B.V.
- Tom Vroemen oprichter en eigenaar van CrowdAboutNow B.V.
- Edwin Adams oprichter en eigenaar van Geldvoorelkaar.nl V.O.F.
- Gijsbert Koren oprichter, managing partner en researcher van Douw & Koren V.O.F., Crowdfund Consultancy;
- Peter Nederlof algemeen directeur van Keijser Capital

De interviews vonden met uitzondering van Douw & Koren allen plaats bij de bedrijven zelf. Het interview met Douw & Koren vond plaats op het Centraal Station te Amsterdam.

Om een goed vergelijk te kunnen maken tussen de verschillende crowdfund experts is ervoor gekozen om bij deze vier interviews dezelfde vragen te hanteren. Er is bewust voor gekozen om open vragen te stellen waardoor er rond iedere vraag een gesprek kon ontstaan waarbij uiteindelijk een antwoord geformuleerd dient te worden met zoveel mogelijk achtergronden en feiten zonder al teveel af te wijken van de vraag.

De opbouw van de interviews was drieledig, eerst een algemeen gedeelte met een aantal vragen over het platform of bedrijf zelf, vervolgens een aantal vragen over hoe de geïnterviewde tegen de huidige crowdfundmarkt kijkt en als laatste onderdeel een aantal vragen over de toepasbaarheid

van vastgoed binnen crowdfunding. De vragenlijst voor de interviews aangaande crowdfunding is bijgevoegd in bijlage II

4.3 Interviews

4.3.1 Crowdfunding

Alle geïnterviewde crowdfund intermediairs richten zich met name op het MKB aangezien het volgens hen voor deze groep ondernemingen juist zeer moeilijk is geworden om vreemd vermogen (<€150.000,-) aan te wenden en dus crowdfunding een gedegen alternatief is om aan financiering te komen. Duidelijk naar voren kwam dat bij alle geïnterviewden er de laatste jaren een steeds sterkere groei is ontstaan in het crowdfunden van initiatieven.

Douw & Koren Consultancy

In dit interview kwam sterk naar voren dat er een duidelijke groei waarneembaar is in het crowdfunden van maatschappelijk verantwoorde objecten zoals duurzaamheid, windcentrales en zonne-energie. Volgens Koren is de overheid zelf inmiddels zich ook aan het begeven op het terrein van crowdfunding doordat lokale overheden burgerparticipaties steunen of de Rijksoverheid de financiering van het MKB middels crowdfunding steunt. "Echter is er momenteel nog geen separate wetgeving in Nederland als het gaat om crowdfunding, slechts twee platformen (Geldvoorelkaar.nl en CrowdAboutNow) bezitten een AFM vergunning maar dit is op dit moment geen vereiste."

Een succesvol platform is volgens Koren een platform wat aan de juiste branding doet, een gemakkelijke (laagdrempelige) website heeft, zeer hoge eisen stelt aan de privacy van haar geldnemers en geldgevers en gebruiksvriendelijk betalingsproces heeft. De toekomstverwachting van Koren op het gebied van crowdfunding is dan ook dat de groei de komende jaren zal doorzetten mede gezien de huidige bezuinigingen van de overheid op kunst en cultuur.

Voor het crowdfunden van commercieel vastgoed ziet Koren nog wel wat problemen, volgens hem is het op kleine schaal wel mogelijk maar wil de geldgever naast het rendement op zijn lening ook een extraatje hebben zoals het recht van eerste huur/koop of een gratis hotelovernachting bij het funden van een hotel. Wel zijn volgens hem maatschappelijk gebouwen die een icoon vormen in een dorp of stad en door de lokale samenleving gesteund worden voor behoud ervan vastgoed objecten die in aanmerking komen voor crowdfunding. "Hierbij valt te denken aan behoud van een kerk, kasteel, buurthuis, clubhuis etc. doordat men van dichtbij zeer betrokken is bij deze gebouwen."

In het interview zijn voorbeelden naar voren gekomen van commerciële vastgoedobjecten waarbij door de gebruikers ervan middels crowdfunding interieur en exploitatie gefund zijn.

Een probleem wat speelt bij het crowdfunden van vastgoed is de liquiditeit doordat vastgoed een langere looptijd heeft, dit zou volgens Koren opgelost kunnen worden door vastgoed te bundelen in fondsen en eventueel te securitiseren alvorens het op een platform geplaatst wordt.

Symbid

Symbid is een online crowdfundplatform waar investeerders (donateurs) vanaf lage bedragen in het eigen vermogen van een start-up of bestaand bedrijf kunnen investeren (equity based). Ondernemers kunnen de Symbid infrastructuur gebruiken als een laagdrempelige manier om financiering op te halen onder bekenden of onder alle gebruikers. Daarnaast kan een ondernemer met behulp van Symbid een community van stakeholders opbouwen rond zijn of haar bedrijf, deze kunnen uiteindelijk actief samenwerken binnen een afgesloten online samenwerkomgeving (Symbid.nl).

Zoals vermeld bevindt Symbid zich aan de equity kant van crowdfunding, hier kunnen investeerders investeren in het eigen vermogen van bedrijven. Zoals Slakhorst zegt zijn zij een brug tussen het beursgenoteerde en het MKB. "Hier geldt dat de meeste bedrijven zich in de maatschappelijk verantwoorde sector bevinden zoals groene projecten, duurzame ideeën, zonne-energie en windenergie". Dit heeft volgens Slakhorst te maken met het feit dat deze termen op dit moment een sexappeal uitstraling hebben en dus aantrekkelijk zijn of klinken om in te investeren. Crowdfundprojecten lopen bij Symbid in verband met de prospectusplicht tot € 2,5 miljoen. De ondernemer betaalt Symbid een succesfee van 5% bij het volledig funden van het project en de investeerder betaalt tot € 5.000 2,5% over het in te leggen bedrag, daarboven 1%.

Binnen het eigen platform heeft Symbid nog geen vastgoedobjecten of vastgoedorganisaties middels crowdfunding gefinancierd. Op het moment van interviewen was Symbid bezig met het onderzoeken van het crowdfunden van ESCo's. Dit zijn bedrijven die de aanleg en het onderhoud en beheer van de (klimaat-) installaties van gebouwen overnemen. Zij leveren volgens Slakhorst een gegarandeerde energiebesparing, inclusief de financiering ervan. Met het afsluiten van een prestatieovereenkomst worden afspraken over energiebesparing vastgelegd (agentschap.nl). De verwachting van Slakhorst wat betreft crowdfunding op het gebied van vastgoed is dan ook minimaal, gezien de grote leegstand op de kantorenmarkt verwacht hij meer crowdfund initiatieven op het renovatie- en exploitatie vlak dan op het vastgoed zelf.

CrowdAboutNow

CrowdAboutNow is een crowdfund platform met een AFM vergunning als beleggingsonderneming die voorverkopen en leningen in vreemd vermogen middels crowdfunding aanbieden namens haar ondernemers. CrowdAboutNow zet sterk in op het MKB waar de donateurs vanaf lage bedragen kunnen meedoen en hier een overeengekomen rendement op krijgen. Ook is dit platform ingericht om de markt te beproeven of een initiatief kans van slagen heeft alvorens het daadwerkelijk op het platform als crowdfundproject wordt opengesteld voor investeerders (CrowdAboutNow.nl).

Van alle aanvragen die CrowdAboutNow krijgt gaan er volgens Vroemen maar een 10% door die daadwerkelijk voor crowdfunding in aanmerking komen. De ondernemers die zich aanmelden zijn voor 50% jonge start-ups en de andere 50% zijn gevestigde ondernemers.

In het gesprek met Vroemen ging het veelal over beleving van de investeerder en gunfactoren. Dit zijn volgens hem belangrijke ingrediënten om een crowdfundproject te laten slagen.

Vroemen acht het slagen van crowdfunding van (commercieel) vastgoed niet kansrijk aangezien volgens hem vastgoed erom bekend staat dat het vaak om veel geld gaat wat betreft de investeringen. Bij crowdfunding is het volgens hem juist een statement dat het niet om al te grote bedragen mag gaan om succesvol te zijn. Wel zijn er volgens hem diverse vastgoed gerelateerde initiatieven en concepten die middels crowdfunding gefinancierd zijn, dit zijn voorbeelden als Horeca exploitaties, verbouwingen en renovaties. Een goed voorbeeld hiervan is Vechtclub XL te Utrecht. Ook is CrowdAboutNow bezig met crowdfunding voor een nieuw poppodium in Rotterdam die in een bestaande ruimte onder de monumentale Hofbogen wil gaan betrekken. Vroemen verwacht dat crowdfunding de komende jaren sterk zal gaan groeien en dat er wellicht een markt komt op obligaties of certificaten van aandelen te gaan crowdfunderen wanneer de economie enigszins stabiliseert.

Geldvoorelkaar.nl

Geldvoorelkaar.nl is naar eigen zeggen het grootste crowdfundplatform van Nederland en bezit eveneens een AFM vergunning. De oprichters zijn oud bankiers en hebben een jarenlange ervaring in de financiële dienstverlening. Door hun ervaring en de huidige financiële crisis hebben zij een platform gecreëerd voor kredietverlening (debt-crowdfunding) en kunnen ze voor het MKB een gedegen alternatieve financiering aanbieden.

Tijdens het interview van Adams bleek dat Geldvoorelkaar.nl precies die dag sinds haar bestaan een totaal bedrag van € 10 miljoen middels crowdfunding bij elkaar heeft weten te brengen. "Het merendeel van dit bedrag is afgelopen jaar gefund wat aangeeft dat crowdfunding nog zeer sterk aan het groeien is", aldus Adams. Het hoogste bedrag wat voor één initiatief is gefund bij dit platform bedraagt € 498.500,-(geldvoorelkaar.nl), het blijkt in 2,5 maanden te zijn gefund. Het gaat hier om een hotel in de binnenstad van Amsterdam door een vastgoedbelegger. Op de website van Geldvoorelkaar.nl staat: "Wij zijn ver gevorderd met de bouw van een luxe suite hotel aan de Oudeschans 73-77 in de oude binnenstad van Amsterdam. Wij willen dit hotel extra kwaliteit geven. Dit vraagt om een aanvullende investering voor de afbouw van het hotel. Het hotel is grotendeels tot stand gekomen via een bancaire lening. Tegelijkertijd is er een substantieel deel eigen vermogen aangewend. De gevraagde financiering is het sluitstuk van de totale financieringsbehoefte". In ruil voor het investeren krijgen de geldgevers naast een 10% per jaar (looptijd 60 maanden) korting op een hotelovernachting wanneer deze gereed is.

Bij Geldvoorelkaar.nl is het een vereiste dat de ondernemers die een crowdfund lening aangaan ook privé mee tekenen om op die manier meer zekerheid te kunnen bieden aan haar investeerders. Volgens Adams is er tot dusver nog geen ondernemer geweest die niet aan zijn verplichtingen kon voldoen, hij schat in dat dit op termijn een 3% aan zogeheten defaults zou kunnen worden aangezien de meeste lening redelijk recent zijn aangegaan.

Volgens Adams is het crowdfunden van vreemd vermogen in de vorm van een lening het meest geschikt voor het MKB, deze zit namelijk volgens hem niet te wachten op investeerders die investeren in private equity waardoor zij ook zeggenschap in deze MKB onderneming krijgen.

Alle crowdfundprojecten op het platform krijgen een rating van A t/m E waarbij A het minste risicovol en E het meest risicovol is.

Volgens Adams is het crowdfunden van commercieel onroerend goed lastig aangezien de looptijden van vastgoed langer zijn dan bij crowdfunding. Zijn platform hanteert een maximale looptijd van 5 jaar. Daarnaast is het imago van onroerend goed bij investeerders volgens hem momenteel niet goed en heeft deze markt reputatieschade opgelopen terwijl reputatie juist een zeer belangrijk ingrediënt is voor een geslaagde crowdfunding.

Wel ziet Adams een toekomstig model voor vastgoed in de vorm van een hybride financiering waarbij er een gedeelte eigen vermogen ingebracht moet worden, een gedeelte vreemd vermogen via de bank en een gedeelte via crowdfunding. Daarnaast zal het volgens hem zo zijn dat bekende bedrijven met een bewezen track record makkelijker een vastgoedfinanciering middels crowdfunding zullen kunnen krijgen doordat investeerders dan een duidelijker beeld hebben waarin zij investeren.

4.3.2 Alternext

Keijser Capital

Keijser Capital te Amsterdam is een aanbieder van verscheidene financiële oplossingen voor beleggers en Nederlandse MKB-bedrijven. Hierbij spitst de dienstverlening zich toe op drie kernactiviteiten, namelijk: vermogensbeheer, MKB-advies & -financiering en effectenhandel.

Keijser Capital is een listed sponsor van Alternext, zij inventariseert, structureert en plaats de aandelen of obligaties namens haar cliënten op Alternext. Daarnaast is zij ook betrokken geweest in de oprichting van de nieuwe pan-Europese beurs voor het MKB.

Keijser Capital heeft onderzoek gedaan naar alternatieve financiering voor het MKB zoals financiering middels private equity waarbij een participatiemaatschappij een aandelenbelang in een onderneming verwerft. Hiermee ontstaat er nieuw kapitaal voor de onderneming maar verliest deze wel zeggenschap over de onderneming aan de investeerder wat niet wenselijk is voor iedere ondernemer.

Een andere onderzochte mogelijkheid is het oprichten van kredietunies waarbij er per bedrijfstak een spaar- en kredietvereniging wordt opgericht en gevestigde of gepensioneerde ondernemers geld in onderbrengen zodat andere ondernemingen uit die bedrijfstak hier nieuwe investeringen mee kunnen financieren.

Voor vastgoed wellicht minder geschikt maar voor het MKB kunnen er ook staatsgaranties op bancaire financiering gegeven worden middels Borgstellingsregeling MKB, de Groeifaciliteit en de Garantie Ondernemingsfinanciering.

Crowdfunding acht Nederlof minder geschikt voor het MKB en vastgoedfinanciering aangezien crowdfunding volgens hem met name geschikt is voor kleinere bedragen. Crowdfunding is volgens hem lastig te plannen en kan voor het ophalen van geld tijdrovend zijn zonder dat je weet of het een kans van slagen heeft. Daarnaast is crowdfunding momenteel nog niet goed in de wet vastgelegd in Nederland wat onnodige risico's met zich mee zouden kunnen brengen voor zowel de ondernemers als de investeerders (Keijser Capital, 2013)

Volgens Nederlof is de meest geschikte alternatieve financiering voor het MKB en eventueel vastgoed de MKB-obligatie. Een voorwaarde hiervoor is volgens hem wel dat het actief kasstromen genereert en zekerheden biedt. De courantheid van het actief en solvabiliteit van de onderneming zijn volgens hem dus erg belangrijk. Zijn verwachting is dat de markt voor bedrijfsobligaties binnen Europa de komende jaren een aanzienlijke groei zal laten zien. De belangrijkste reden hiervoor is dat banken hun kredietexposure op het MKB, maar ook op vastgoed, aanzienlijk willen verminderen. Hij verwacht ook dat het aandeel van obligaties in balansfinancieringen van bedrijven sterk zal gaan toenemen. "Uiteraard zal bankkrediet van belang blijven, maar er komt een betere mix aan de rechterzijde van de balans".

Bij Keijser Capital; wordt het actief, bijvoorbeeld een vastgoedportefeuille ondergebracht in een nieuw op te richten entiteit, de special purpose vehicle (SPV) en als obligatie uitgegeven. Tijdens de looptijd van de obligatielening, die meestal 5 jaar is, wordt het actief als zekerheid verpand aan de obligatiehouders. Om particulieren en institutionele beleggers te interesseren wordt er eerst een roadshow gehouden als marketing voor de obligatie. Vervolgens plaatst Keijser Capital de obligatie met een notering op NYSE Alternext.

Als kwaliteitsmerk raadt Keijser Capital een AFM goedgekeurd prospectus op te laten stellen voor een notering op NYSE Alternext.

Naast het opstellen van het prospectus wordt een plaatsingsfee van 3-5% berekend over de geplaatste obligatielening. De rentelast van de ondernemer ligt volgens Keijser Capital doorgaans rond 7 á 8%.

4.4 Conclusie

Tijdens alle gehouden interviews bleek dat het financieren van commercieel vastgoed middels crowdfunding of Alternext tot dusver nog niet is toegepast in Nederland. Crowdfunding is in Nederland nog niet zover om op dit moment vastgoed een alternatieve financiering te bieden. De genoemde redenen hiervoor zijn enerzijds dat crowdfunding meer geschikt is voor maatschappelijk vastgoed, vastgoedexploitaties of verbouwing en anderzijds dat de investeerder naast een

rendement een tegenprestatie wenst te ontvangen in materiële of immateriële zin. Vastgoed heeft volgens de geïnterviewden een te slecht imago en is te rendement gedreven op dit moment. Alternext Amsterdam is op dit moment druk bezig steeds meer MKB obligatie te noteren, het wachten is nu op de eerste vastgoed obligatie zoals deze inmiddels ook in Frankrijk zijn geplaatst.

5. Analyse van de onderzoeksresultaten

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk vindt er een reflectie plaats tussen enerzijds de theorie uit hoofdstuk 2 en 3 en de gehouden interviews zoals deze omschreven zijn in hoofdstuk 4. Vanuit de theorie zal middels een tabel de gevonden feiten en kennis uiteengezet worden. Deze tabel wordt vergeleken met tabellen die uit de verschillende interviews zijn gedestilleerd en uiteindelijk zal dit resulteren in één finale eindtabel. Met behulp van deze analyse wordt gekeken of de gestelde hypothese stand kan houden.

5.2 Reflectie tussen theorie en praktijk

Zoals in de theorie is beschreven is de particuliere kapitaalmarkt een gedegen markt die in het gat zou kunnen springen die de banken nu open laten liggen als het gaat om het financieren van het MKB en vastgoed. De hoeveelheid spaargelden en deposito's bij particulieren zijn tussen 2000 en 2013 verdubbeld.

Op de vraag hoe deze particuliere markt bereikt kan worden om te investeren in het MKB of vastgoed zijn er meerdere mogelijkheden beschikbaar. De meest actuele op dit moment is crowdfunding.

Zoals uit hoofdstuk 3 en de interviews blijkt groeit crowdfunding op dit moment wereldwijd erg sterk. Diverse initiatieven worden wereldwijd op diverse platformen aangeboden en gefund door een steeds groter wordende groep particuliere investeerders. Het aanbod van intermediairs in de vorm van crowdfundplatformen groeit eveneens explosief. Het klinkt inderdaad erg makkelijk, je kunt geen bancaire financiering krijgen voor je vastgoed of ander product en/of ideeën, je meldt je aan bij een crowdfund intermediair en je krijgt je lening in de vorm van eigen of vreemd vermogen middels een bijdrage, lening of donaties van een grote groep particulieren tegen een overeengekomen rente of andere tegenprestatie. Helaas blijkt deze theorie niet zo eenvoudig op te gaan in de vastgoedmarkt.

Wanneer gekeken wordt naar vastgoedprojecten zowel nationaal als internationaal die door middel van crowdfunding gefinancierd zijn is dit momenteel nog zeer beperkt maar er ontstaan wel steeds meer vastgoed crowdfund initiatieven. Het merendeel van de projecten betreffen kleinschalige, lokale vastgoedinitiatieven waarbij het casco vaak bestaand is en er een financiering gevraagd wordt voor de herontwikkeling c.q. verbouwing ervan of het financieren van de exploitatie. Het crowdfunden van commercieel vastgoed blijkt op dit moment echt incidenteel te zijn toegepast zoals bij de Bacatá wolkenkrabber in Colombia het geval is. In dit voorbeeld is het doel van crowdfunding eigenlijk al voorbij gestreefd aangezien hier de minimale inleg €40.000,- terwijl bij

het bij crowdfunding gaat om het inleggen van kleinen bedragen, zelfs vanaf €5,- kan er op diverse platformen ingelegd worden.

In onderstaande tabel 6 worden de bevindingen vanuit de theorie weergegeven:

	Crowdfunding	Alternext (vastgoed obligatie)
Voordelen vastgoed	- zeer laagdrempelig voor toetreden geldnemer - particuliere kapitaalmarkt - vanwege kleine bedragen risico goed te spreiden	- particuliere- en institutionele kapitaalmarkt - geschikt voor bedragen € 1 tot 10 mio - controle AFM en NYSE Euronext - officiële rating (S&P, Moody, Fitch) - internationaal verhandelbaar
Nadelen vastgoed	- hoge rentetarieven (6-10%) - niet geschikt voor bedragen > € 1 mio - 'vrije'markt, iedereen kan platform beginnen - rating wordt bepaald door platform - veel investeerders benodigd i.v.m. hoge bedragen - slecht internationaal verhandelbaar	- kosten voor opstellen prospectus/IM - kosten in de vorm van plaatsingsfee - hoge rente tarieven (7 á 8%)
Praktijkvoorbeelden vastgoed	- verbouwingen/restauraties (Vechtclub XL) - renovaties - exploitaties - maatschappelijk vastgoed - Internationaal: Bacatá, Highline	- Capelli Groupe (Parijs) - Realites (Parijs)

Tabel 6, Bevinding vanuit de theorie en onderzochte praktijkvoorbeelden

Uit de interviews bleek dat in Nederland de meeste initiatieven kans van slagen hebben als deze een betrokkenheidsgevoel oplevert bij de investeerders. Dit blijkt volgens hen ook bij vastgoed op dezelfde manier te werken. Voorbeelden hiervan zijn de Vechtclub XL of maatschappelijke gebouwen of lokale iconen zoals bijvoorbeeld de plaatselijke kerk die geen functie meer heeft. Wanneer een ondernemer een idee ontwikkelt om zo'n gebouw te exploiteren waardoor het behouden kan blijven is men bereid hierin mee te investeren.

Het financieren van commercieel vastgoed of mee investeren in vastgoedportefeuilles is op dit moment volgens de geïnterviewden niet interessant voor crowdfunding aangezien het bij vastgoed vaak om relatief grote bedragen gaat (> € 0,5 miljoen) en de looptijden van vastgoed langer zijn dan de looptijden die gehanteerd worden bij crowdfunding. "Tevens kleven er bij het crowdfunden van commercieel vastgoed teveel risico's voor de investeerders zoals leegstand, waardevermindering van het vastgoed en faillissement van de ondernemer die het vastgoed bezit. Hierdoor zullen commerciële vastgoedinitiatieven minder in trek zijn bij de crowdfund investeerders". Daarnaast kwam in de interviews sterk naar voren dat het huidige negatieve imago van vastgoed niet zal bijdragen aan een succes om een commercieel vastgoed te crowdfunden.

Een andere mogelijkheid is om meerdere vastgoedobjecten middels een vastgoedfonds op de crowdfund markt te brengen. Hiermee komen we weer in de buurt van de vastgoed cv's, een groot verschil is dat er nu geen drempelbedrag bestaat. De kansen van slagen zal volgens de geïnterviewden zeer klein zijn aangezien het hier bij de investeerders ontbreekt aan betrokkenheid bij het directe vastgoed wat voor crowdfunding een zeer belangrijk aspect is". Het draait volgens Vroemen van CrowdAboutNow niet alleen op te behalen rendementen bij de investeerders, "zij willen er naast een rendement ook iets voor terugkrijgen in emotionele of materiele zin".

Ook kan een vastgoedondernemer uit het MKB financiering middels crowdfunding krijgen door middel van te laten investeren in het eigen vermogen (private equity). Hierdoor zal de onderneming ook zeggenschap moeten overdragen aan de community van investeerders. Veel MKB ondernemers ervaren dit als nadelig en zullen er liever voor kiezen om bekenden binnen hun eigen netwerk mee te laten investeren in het eigen vermogen van de onderneming.

Crowdfunding wordt als methode op dit moment door de geïnterviewden minder geschikt geacht als alternatieve financiering voor vastgoed binnen het MKB. Dit geldt dus voor het aankopen en in belegging nemen van commercieel vastgoed.

Wanneer een vastgoedontwikkelaar een nieuw ontwikkelingsplan heeft en inmiddels ook een belegger of andere afnemer bereid heeft gevonden om het project na gereedkomen in eigendom te nemen bestaan er volgens de geïnterviewden wel mogelijkheden om het vreemd vermogen wat benodigd is als projectfinanciering te crowdfunden op de markt. Er dient dan aan een aantal factoren die voor crowdfunding belangrijk zijn gedacht te worden zoals, imago ontwikkelaar, branding project en transparantie van de vastgoedondernemer. Om een project op deze manier sneller te funden middels crowdfunding zou een track record van de onderneming van behaalde resultaten uit het verleden zeker meespelen in een eventueel succes. Afhankelijk van het toegekende risico worden rentepercentages vanaf 6% berekend over de middels crowdfunding gefinancierde projecten. Het financieren middels crowdfunding van zo'n vastgoedproject zou op 3 verschillende manieren kunnen geschieden:

1. 100% financiering middels crowdfunding;
2. Financiering gedeelte eigen vermogen en gedeelte vreemd vermogen middels crowdfunding;
3. Financiering met een gedeelte eigen vermogen en het vreemde vermogen middels een gedeelte bancaire financiering en gedeelte crowdfunding;

Volledige financiering middels crowdfunding zoals bij punt 1 heeft alleen kans van slagen als het om bedragen gaat tot € 500.000,- en het plan geen of nauwelijks risico's kent, boven dit bedrag acht men het risico vaak te groot en is men minder bereidwillig om mee te investeren. Punten 2 en 3 zijn sterk afhankelijk van de banken, zijn deze bereid een gedeelte mee te financieren dan kan de financiering voor het vastgoedproject middels een hybride financiering waarbij er een gedeelte

eigen vermogen ingebracht wordt met een bancaire financiering en een gedeelte middels crowdfunding. Op deze manier zou het hefboomeffect zoals beschreven in hoofdstuk 2 kunnen gaan werken voor zowel het eigen vermogen als het gedeelte wat door middel van crowdfunding gefinancierd is waardoor de investeerders een hoger rentepercentage berekend zouden krijgen wat weer een positieve invloed heeft op het tijdsbestek van het crowdfundingproces.

Crowdfunding blijft groeien, maar is op dit moment nog een redelijk onoverzichtelijke markt, iedereen kan immers een crowdfundingplatform oprichten. Hoe lang deze groei doorzet is op dit moment moeilijk te zeggen. Het is wel zo wanneer er een aantal grote crowdfunding projecten niet kunnen voldoen aan hun verplichtingen waardoor dit grote nadelige gevolgen kan hebben voor de gehele crowdfunding markt.

In onderstaande tabel 7 is een overzicht gevormd van de vastgoed gerelateerde uitkomsten van de geïnterviewden:

Crowdfunding	Symbid	CrowdAboutNow	Geldvoorelkaar.nl	Douw & Koren
Ervaring in crowdfunding van vastgoed?	Geen	Vechtclub XL, Horeca verbouwing	Hotel in Amsterdam (exploitatie)	geen
Toekomstverwachting crowdfunding van vastgoed?	Esco's, renovaties en duurzame projecten	Niet kansrijk voor commercieel vastgoed	Weinig verwachtingen, slecht imago	Icoon in stad of maatschappelijk vastgoed
Op welke manier zou crowdfunding geschikt kunnen zijn voor vastgoed?	Crowdfunden van hypotheek	Lokaal betrokken (maatschappelijke) projecten	Woninghypotheek middels crowdfunding	Wellicht hele kleine zaken als scholen of energie
Welke vorm van crowdfunding meest geschikt voor vastgoed?	Risicodragend deel (eigen vermogen), effecten	Obligaties/certificaten van aandelen	Hybride vorm (ondernemer, bank, crowdfunding)	Combinatie lening + extraatje
Wat zijn de nadelen van vastgoed bij crowdfunding?	Slecht imago	Gaat meestal om veel geld, zeer sterke propositie nodig	Reputatieschade onroerend goed, looptijden onroerend goed langer dan bij crowdfunding	Liquiditeitsprobleem doordat vastgoed langere looptijd heeft
Welk type vastgoed meest geschikt voor crowdfunding?	Horeca en renovaties	Horeca, leisure, retail, lokaal vastgoed	Publieke gebouwen	Maatschappelijk vastgoed

Tabel 7, Bevinding vanuit de gehouden interviews met betrekking tot crowdfunding

Kijkend vanuit de theorie lijkt het initiatief van MKB obligaties die ingezet kunnen worden in de vastgoedmarkt het beste alternatief mits dit op een gecontroleerde manier kan gebeuren. Het zou dus zowel beursgenoteerd middels Alternext kunnen geschieden of niet beursgenoteerd middels een platform als NPEX. Belangrijk hierin is dat er vertrouwen is bij investeerders over de handelswijze van de platformen. Een groot voordeel ten opzichte van crowdfunding hierin is dat er naast de particuliere markt ook de institutionele beleggingsmarkt mee bereikt kan worden.

Kijkend naar andere landen binnen Europa dan is duidelijk te zien dat er al langer MKB obligaties met succes verhandeld worden in landen als Duitsland of Frankrijk. Duitsland loopt hierin voorop

met hun Mittelstand bonds, al een aantal jaren kunnen in Duitsland MKB ondernemers middels een obligatie-emissie in hun (gedeeltelijke) financieringsbehoefte voorzien. Tientallen obligatie emissies zijn hier dan ook met succes uitgevoerd.

In onderstaande tabel 8 is het interview uiteengezet wat is gehouden bij Keijser Capital aangaande vastgoed in relatie tot de Alternext beurs en MKB-obligaties.

Alternext	Keijser Capital
Welke vastgoednoteringen bestaan er op Alternext?	Geen, wel een scheepsfonds (Hanzevast)
Welk type vastgoed is meest geschikt voor Alternext?	Commercieel vastgoed met cashflow en zekerheid
Hoe verhouden Alternext en vastgoed zich?	Slecht, vastgoed heeft slecht imago
Welk type belegger participeert op Alternext?	Professionele beleggers en vermogensbeheerders namens particuliere beleggers
Wat zijn de te verwachten rendementen bij een MKB-obligatie?	Vanwege beperkte liquiditeit dienen beleggers gecompenseerd te worden, minimaal 6% en doorgaans 7 á 8%
Wat is de transactietijd van de financiering?	3 á 4 maanden
Wat zijn de kosten voor een notering?	Due diligence + prospectus: € 50.000 - €100.000 en plaatsing fee 3-5% van geplaatste obligatielening
Wat is de toekomstverwachting van Alternext?	Alternext zal naast EnterNext blijven bestaan en dit kunnen succesvolle platformen worden voor MKB obligaties
Wat zijn de risico's voor zowel beleggers als aanbiedende partijen op Alternext?	Rente stijgingen, faillissementen
Wat is uw mening wat betreft alternatieve financieringsmethoden van vastgoed?	Crowdfunding geen goede methode, moeilijk te plannen (tijdrovend). MKB-obligaties zijn een gedegen alternatief.

Tabel 8, Bevindingen vanuit het interview bij Keijser Capital

Om de analyse te kunnen maken van de onderzoeksresultaten is het vergelijken van de gevonden feiten en kennis noodzakelijk. Deze vergelijking gemaakt door alle tabellen uit de theorie en interviews in één gezamenlijke tabel uiteen te zetten waaruit afgelezen kan worden of de gestelde hypothese al dan niet verworpen kan worden.

	Crowdfunding	Alternext (vastgoed obligatie)
Ervaringen in commercieel vastgoed	Geen, enkel exploitaties of verbouwingen	Geen, wel Alternext Parijs
Beeldvorming vastgoed sector	Slechte reputatie	Slecht imago
Geschikt voor commercieel vastgoed	Maatschappelijk vastgoed, landmarks of publieke gebouwen	Ja, middels (MKB) obligaties
Hoogte rente tarieven	6-10%	7-8%
Maximale hoogte financiering	tot 1 miljoen Euro	van 1 tot 10 miljoen Euro
Transactietijd voor financiering	Sterk afhankelijk van crowd	3 á 4 maanden
Regelgeving/controle	Deels AFM, verder redelijk 'vrije' markt	AFM, NYSE Euronext
Rating m.b.t. risico	Door platformen i.s.m. geldnemer	Door officiële ratingbureaus
Kapitaalmarkt	Enkel particuliere kapitaalmarkt	Particuliere- en institutionele kapitaalmarkt
CONCLUSIE	Minder geschikt voor commercieel vastgoed	Commercieel vastgoed van 1 tot 10 mio

Tabel 9, Analyse tussen theorie en interviews

Belangrijke verschillen in tabel 9:

- Zowel uit de theorie als de interviews kwam sterk naar voren dat Crowdfunding beter ingezet kan worden bij vastgoed waar men een betrokken gevoel bij heeft zoals bij publieke- of maatschappelijke gebouwen, daarnaast kan crowdfunding ook ingezet worden voor renovaties, verbouw of exploitaties.
- Vastgoed obligaties middels Alternext zijn geschikt als alternatieve financieringsmethoden mits hier voldoende cashflow (huur) uit gegenereerd wordt en er zekerheden gesteld kunnen worden (liquide actief, onderpand)
- Crowdfunding is bedoeld om kleine bedragen in te leggen om zo tot een gezamenlijk eindbedrag, doel te komen. Dit eindbedrag is volgens de geïnterviewden bij voorkeur niet te hoog: bij 1 miljoen als einddoel en een gemiddelde inleg van €10,- tot € 100,- (tabel 3) heb je al een zeer grote crowd nodig om een project te doen slagen.
- De vastgoed obligatie kan een financieringsbehoefte vertegenwoordigen tussen 1 en 10 miljoen euro.

- De transactietijd voor funding van vastgoed bij crowdfunding is zeer wisselend. Het eerste gedeelte wat door vrienden en bekende gefund wordt (friend funding, figuur 3) is een goede test of het bij de 'getting the crowd' ook gaat lukken. Echter geeft het geen garantie over de doorlooptijd van het funden en of het doel uiteindelijk gehaald wordt.
- Bij de vastgoed- en MKB-obligaties is volgens Keijser Capita de verwachting dat dit een 3 á 4 maanden in beslag neemt. Uiteraard is dit mede afhankelijk van prospectus met de voorwaarden en condities van de obligatie, een bewezen track record van de organisatie en uiteraard de vraag naar dergelijke obligaties in de markt.
- Crowdfunding is sterk in opkomst wat betekent dat er zowel nationaal als internationaal steeds meer nieuwe platformen ontstaan. De AFM en DNB hebben onlangs (AFM, 2013) een stappenplan gepresenteerd (bijlage III) wat consumenten beter moet beschermen bij Crowdfunding. De AFM heeft hiervoor verschillende toezichtregimes:
 - 1) vergunning voor het bemiddelen in krediet,
 - 2) ontheffing voor het 'bemiddelen' in opvorderbaar geld en
 - 3) vergunning voor het doorgeven van orders in financiële instrumenten
- Alternext opereert onder de vlag van Euronext en staat onder toezicht van de AFM. Om een onoverzichtelijke markt in het aanbieden van vastgoed obligaties of MKB obligaties te voorkomen is het aan te bevelen om dit op een door de AFM erkend platform te verhandelen zodat het betere te controleren is. Toch waarschuwt deze AFM (AFM, 2012) voor risicovolle beleggingen in obligaties, hierbij dient door de particuliere belegger op de volgende zaken te letten:
 - 1) Hoe is de structuur juridisch opgebouwd, is deze duidelijk voor beleggers in verband met risico's?
 - 2) Zijn de kosten en fees niet te hoog?
 - 3) Hoe is het risicoprofiel van de uitgevende onderneming?
 - 4) Schijnzekerheden, kunnen de rendementen ook daadwerkelijk waargemaakt worden.

Zoals is gebleken uit de theorie en het praktijkonderzoek is crowdfunding het meest geschikt voor maatschappelijk vastgoed, publieke gebouwen, landmarks, renovaties en exploitaties tot maximaal 1 miljoen euro. De kans van slagen van het funden is sterk afhankelijk van het gevoel wat geldgevers hebben bij het doel en of er naast de financiële tegenprestatie ook nog extra's geboden worden in materiële of immateriële zin. Dit maakt commercieel vastgoed minder geschikt voor crowdfunding.

Alternext (of de nieuwkomer EnterNext) is geschikt commercieel vastgoed aan te bieden middels vastgoed obligaties tussen 1 en 10 miljoen, de kans van slagen hierbij is sterk afhankelijk van rating, rendement, prospectus, track record en de vraag in de markt.

Als eindbevinding kunnen we concluderen dat de hypothese: ***Het beursgenoteerd aanbieden van vastgoedobligaties biedt in de huidige tijd meer kans op financiering dan niet beursgenoteerd aanbieden middels crowdfunding*** niet verworpen kan worden.

Zoals is gebleken is Alternext op dit moment een beter alternatief om in de huidige tijd financiering aan te trekken voor vastgoed of het MKB. Echter zal enerzijds Alternext of een ander platform er alles aan moeten doen om een gedegen marketingcampagne op te zetten om bekendheid te genereren bij consumenten. Daarnaast zal het negatieve imago over de vastgoedsector het vinden van funders kunnen bemoeilijken. Tevens is er voor de AFM een grote rol weggelegd wat betreft de controle en bewaken op het aanbieden van vastgoedobligaties.

6. Conclusie en aanbeveling

6.1 Conclusie

Banken zijn steeds terughoudender geworden als het gaat om het verstrekken van kredieten binnen het MKB. Banken zijn druk bezig hun bankbalans weer op orde te brengen en daarnaast worden banken aangescherpt door het Basel III akkoord. Dit heeft ertoe geleid dat het voor vastgoedondernemingen binnen het MKB steeds lastiger is geworden om een bancaire financiering te krijgen via de banken en zoals het eruit ziet zal dit komende jaren nog wel even aanhouden. Om toch groeikapitaal voor de onderneming of vastgoedportefeuille gefinancierd te krijgen zijn diverse (vastgoed) ondernemingen op zoek naar alternatieven voor funding.

Aangezien de particuliere kapitaalmarkt een steeds verdere groei laat zien in spaar- en deposito's sinds het begin van deze eeuw en de rente op deze deposito's erg laag staat is dit een interessante kapitaalmarkt geworden die kan beleggen in het MKB en momenteel daarmee het gat van banken kunnen opvullen. Er dient dus gezocht te worden naar alternatieve financieringsmethoden waarbij de particuliere kapitaalmarkt als kredietverstrekker fungeert.

Een alternatieve financiering die momenteel dagelijks in het nieuws is en wereldwijd sterk aan het groeien is, is Crowdfunding. Crowdfunding is een collectieve inspanning van een grote groep mensen die gezamenlijk hun geld bundelen om middels een open verzoek via internet te investeren in een initiatief. Middels crowdfunding kan geld gedoneerd, geïnvesteerd of uitgeleend worden. Kijkend naar vastgoed dan zou een vorm van lening de beste mogelijkheid zijn waarbij er een vast overeengekomen rendement en looptijd vooraf worden afgesproken.

Een tweede alternatief is het aanbieden van aandelen of obligaties op de particuliere kapitaalmarkt. Dit kan zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd geschieden. In dit onderzoek is gekozen om het beursgenoteerd aanbieden van MKB obligaties als alternatief verder te onderzoeken aangezien dit in omliggende landen ook steeds meer en vaker wordt toegepast en langzaam in Nederland wordt geïntroduceerd. Het beursgenoteerd aanbieden kan middels het Alternext platform wat door NYSE Euronext is geïntroduceerd voor het MKB. Dit is een laagdrempelige beurs voor midden- en kleinbedrijf waar ze aansluiting kunnen vinden bij de particuliere kapitaalmarkt of institutionele markt.

Zoals is gebleken uit de theorie, de praktijk en de gehouden interviews is crowdfunding momenteel minder geschikt als alternatieve financieringsbron voor vastgoed. Uit de praktijk blijkt dat de investeerders behalve het rendement ook sympathie willen hebben met het aangeboden initiatief. Dit is mogelijk wanneer een vastgoedobject meer een maatschappelijke functie heeft of een belangrijk icoon in stad of dorp is. Crowdfunding is opgezet om nieuwe initiatieven of bedrijven een kans te geven hier aan bij te dragen middels een investering of donatie, het is niet bedoeld om

alleen rendementen te behalen zoals het bij vastgoed veelal wel het geval is. Daarnaast is de markt van crowdfunding op dit moment een open markt waar iedereen kan toetreden en een platform kan starten. Dit is voor vastgoed, wat door allerlei schandalen afgelopen jaren een slecht imago heeft gekregen geen goede combinatie. Aangezien het aanbieden van MKB obligaties steeds meer terrein wint, er worden immer steeds meer obligaties aangeboden in binnen en buitenland is de kans op het krijgen van een financiering als alternatieve financieringsbron voor vastgoed het grootst mits dit op een zeer transparante en gecontroleerde manier gebeurt en waarbij er een gedegen risicoprofiel is afgegeven in de vorm van een rating en een goedgekeurd AFM prospectus. Een ander voordeel bij het aanbieden van vastgoed obligaties middels een platform als Alternext is het krijgen van aansluiting bij de institutionele markt.

Zoals blijkt uit het onderzoek van AFM (AFM, 2012) is het van belang dat er een streng toezicht plaatsvindt op het aanbieden van vastgoedfondsen voor particulieren. In de markt van crowdfunding is dit voor de AFM moeilijk te controleren en te reguleren wat voor de particulieren een risico kan zijn.

6.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Aangezien zowel crowdfunding als het beursgenoteerd aanbieden van MKB obligaties zeer actueel zijn vinden er op dit gebied dagelijks nieuwe ontwikkelingen plaats. Dit betekent dat beide financieringsmethoden als inzet in de commerciële vastgoedsector nog niet volledig uitontwikkeld zijn. Indien beide financiering alternatieven ingezet worden in de vastgoedsector en een grote bekendheid krijgen bij de particuliere kapitaalmarkt kan er aan de hand van de praktijk een duidelijke analyse gemaakt worden over het verloop van het crowdfundproces of het verloop van de obligatie emissie in relatie tot commercieel vastgoed.

Wellicht kan komend jaar wanneer wederom het Nationaal Crowdfund Onderzoek plaatsvindt het onderdeel vastgoed hierin meegenomen worden om te peilen hoe de respondenten denken over commercieel vastgoed in relatie tot crowdfunding.

Ook is het onderzoeken van de vraag vanuit de institutionele kant naar vastgoed obligaties middels een beursgenoteerd platform een zeer interessante toevoeging op dit onderzoek.

In een vervolgstudie kan er gekeken worden naar enerzijds de aanbod kant van deze alternatieven en een vergelijk gemaakt worden met anderzijds de vraagkant vanuit de particuliere kapitaalmarkt.

7. Literatuurlijst

Accountancynieuws van Kluwer (2013), KPMG: *Pensioenfondsen en verzekeraars gaan grote rol spelen bij bedrijfsfinanciering*. Artikel van 12-02-2013; www.aountancynieuws.nl

AFM (2012) *AFM-observaties niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen voor consumenten*; www.afm.nl

AFM (2013) *DNB en AFM geven een interpretatie over crowdfunding (bijgevoegd in bijlage III)*

Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. (2011) *Friends, family, and the flat World: The Geography of crowdfunding*

Akker, P. Van den, Kleverlaan, R., Koren, G., Vliet, K. (2013) *Samen mogelijk maken; Onderzoek naar de motivaties van crowdfunding in Nederland (Nationaal Crowdfunding Onderzoek)*

Alternext (2006) *De alternatieve markt voor kleinen en middelgrote ondernemingen*

Bellaflame, P., Lambert, T., Schweinbacher, A. (2011) *Crowdfunding: Tapping the right crowd*

Blox, J.T.H.M., Enden, C. van der, Hart H.W.C. van der (1985) *Economisch handelen in bedrijfskundig perspectief*.

Bogaard, P., van den (2011) *De onstuitbare opmars van crowdfunding*

Crowdfunding.nl - <http://www.crowdfunding.nl/>

CrowdAboutNow.nl - <https://www.crowdaboutnow.nl>

De Nederlandsche Bank (2013a) *Jaarverslag 2012*.

De Nederlandsche Bank (2013b) *Tabel 11.1 Vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens (17-06-2013)*, verkrijgbaar via <http://www.statistics.dnb.nl>

FD - *Financieel Dagblad* diverse edities

Geldvoorelkaar.nl - <http://www.geldvoorelkaar.nl>

Hof, N. van 't (2009) *Alternext Amsterdam: een potentieel succes (juristenweblog.nl)*

Hol, B. (2012) *Crowdfunding, Gemeenschapsfinanciering in stedelijke gebiedsontwikkeling*

Gool, P. van, Brounen, D., Jager, P., Weisz, R.M. (2007). *Onroerend goed als belegging. Groningen/Houten: Wolters Noordhof (vierde druk). P-224*

IEX.nl - <http://www.iex.nl/>

KPMG (2012) *Stapeling Regelgeving: Een onderzoek naar de effecten van de toename en stapeling van regelgeving op de Nederlandse bancaire dienstverlening*; www.kpmg.com

Keijser Capital (2013) *MKB en de toegang tot groeifinanciering*

Keijsercapital.nl - <http://www.keijsercapital.nl>

Kerste, M., Poort, J., Risseeuw, P. Rosenboom, N. (2011) *Sectorstudie Vastgoedfinanciering, SEO Economisch Onderzoek in opdracht van Nederlandse Mededingingsautoriteit*

Leemhuis (2008) *Financiering van de groei van Bibitor; het palet van vastgoedfinancieringsinstrumenten (MRE scriptie)*

Modigliani, F and Miller, M.H. (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*

mkb servicedesk.nl - <http://www.mkbservicedesk.nl/463/nieuwe-beurs-voor-mkb-alternext.htm>

Nuzakelijk.nl (2012) *Notering nieuwe mkb-beurs fors goedkoper; artikel geplaatst op 18-12-2012*

Ordanini, A, Miceli, L, Pizetti, M, Parasuraman, A (2012) *Crowdfunding: Transforming Customers into Investors Through Innovative Service Platforms*

Prodigy Network (2013) *Crowdfunding Real Estate*

Schwienbacher, A., Larralde, B. (september 2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures.*

Sprout.nl (2012) *10 sites waar je kunt crowdfunden* - <http://www.sprout.nl/>

Symbid.nl - <http://www.symbid.nl>

Vliet, K. van (2012) *Crowdfunding: Waarom doen we mee?*

Wikipedia - <http://nl.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding>

Zandvliet, K. (2011) *"Equity or Debt?" the Next Step in Crowdfunding*

8. Bijlagen

Bijlage I. Aankondiging EnterNext

NYSE Euronext introduces EnterNext in the Netherlands.

Its new initiative designed to meet the financing needs of small and medium-sized companies.

Amsterdam – 3 July 2013 – Today NYSE Euronext (NYSE) launches EnterNext™, its initiative for small and medium-sized companies in the Netherlands. EnterNext™ was developed to provide financing solutions which are geared to the financing needs of local SMEs that are active regionally, nationally and internationally. EnterNext™ will make every effort to offer companies optimal visibility and access to investors, and to get businesses to use the stock exchange more once listed. It will, in addition, work with the various stakeholders to play an active role in making the capital market as attractive as possible.

EnterNext™, a new subsidiary of NYSE Euronext, focuses on companies which are listed on its European market and which have a market capitalisation of less than €1 billion. For the Dutch market it concerns 77 listed companies with a joint market capitalisation of €19.5 billion. EnterNext™ already covers over 750 companies listed on the regulated markets of NYSE Euronext and NYSE Alternext.

Eric Forest, CEO of EnterNext™, said that *“EnterNext™ is a pan-European initiative with substantial means of its own at its disposal that enjoys the support of NYSE Euronext, market parties and other stakeholders. As a result EnterNext™ can offer the right solutions and make an important and crucial contribution to the Dutch business community and economy.”*

“The Dutch business community, both listed and unlisted, needs extra help and assistance to meet its financing needs,” added Cees Vermaas, Chairman and CEO of NYSE Euronext Amsterdam. *“In our capacity as the hub of the capital market, we are happy to take the initiative via EnterNext™, but we also ask the other concerned parties, such as government, regulators and market parties, to take responsibility and participate directly. We need to work together to help small and medium-sized companies grow.”*

With the support of its own teams and finances, and building on the NYSE Euronext's efficient market infrastructure, EnterNext™ promotes, coordinates and expands the entire range and service package that is available to small and medium-sized companies. In the Netherlands it will focus on:

- Defining and promoting new services and financing possibilities, such as the SME Bond.
- Actively seeking out companies in the region and acquainting them with the exchange as an alternative source of financing
- Building and maintaining daily relations with local issuers and candidates for public offerings
- Promoting small and medium-sized businesses to investors as an attractive asset class
- Developing a national marketing strategy

Representing the Netherlands in the Managing Board of EnterNext™, which is chaired by Eric Forest, are Cees Vermaas, Chairman and CEO of NYSE Euronext Amsterdam and Chris van Schuppen, Managing Director, Head of Equity Capital Markets and Corporate Broking ABN AMRO.

During the EnterNext™ launch meeting that is being held today at Beursplein 5, Dominique Cerutti, President and deputy CEO of NYSE Euronext, and Eric Forest will introduce EnterNext™ to the Dutch market and other interested parties. Cees Vermaas will discuss factors specific to the Dutch market, followed by a panel discussion on financing small and medium-sized companies with key stakeholders.

(bron: nyse.com)

Bijlage II. Vragenlijsten interviews

Interview Crowdfundplatformen

Algemeen/introductie

1. Wie zijn jullie?
2. Wat doen jullie?
3. Wie zijn jullie opdrachtgevers/ klanten?
4. Hoe zijn jullie tot het crowdfunden gekomen?
5. Op welke manier helpen jullie startende crowdfunders?
6. Waarmee onderscheiden jullie zich ten opzichte van andere Crowdfund sites?
7. Hoe ziet een workshop van jullie eruit?

Crowdfunden

8. Wat verstaan jullie onder crowdfunden?
9. Hoe ziet volgens jullie de huidige situatie omtrent crowdfunden er in Nederland uit?
10. Wat zijn de te verwachten trends en/of ontwikkelingen in crowdfunding?
11. Hoe zien jullie de toekomst van crowdfunding?
12. Welke branches maken volgens jullie het meeste gebruik van crowdfunding?
13. Hoe verloopt een crowdfund proces?
14. Hoe speelt volgens jullie de financieringswereld in op crowdfunden?
15. Op welke manier reageert volgens jullie de overheid op crowdfunden?
16. Wat zijn volgens jullie de belangrijkste aspecten voor een succesvolle campagne?
17. Welk belang heeft jullie platform bij een succesvolle campagne?
18. Waaruit bestaat volgens jullie een goed crowdfund platform?
19. Wie zijn interessante spelers binnen crowdfunden?
20. Hoe is de situatie in het buitenland betreffende crowdfunding?
21. Hoe gaat de overheid in buitenland om met crowdfunding?

Vastgoed

22. Hebben jullie ervaring in het crowdfunden van vastgoed?
23. Wat verwachten jullie van het crowdfunden van vastgoed, wat betreft nu en in de toekomst?
24. Op welke manier zou volgens jullie crowdfunding geschikt kunnen zijn voor het financieren van vastgoed?
25. Kennen jullie voorbeelden van succesvolle campagnes binnen vastgoedfinanciering in binnen- of buitenland?
26. Weten jullie of er andere partijen zijn die bezig zijn met crowdfunden van vastgoed?
27. Welke vorm van vermogen zou volgens jullie het meest geschikt zijn om te crowdfunden?
28. Voorzien jullie directe problemen met het crowdfunden van vastgoed?
29. Wie zouden volgens jullie de financiers (donateurs) zijn voor het crowdfunden van vastgoed en zou er genoeg animo zijn om te investeren/lenen in vastgoed?
30. Op welke manier is de crowd volgens jullie het beste te binden met vastgoed?
31. Zijn de huidige platformen volgens jullie geschikt voor het crowdfunden van vastgoed?
32. Zou het proces van vastgoed crowdfunden volgens jullie afwijken van een normaal fundingsproces?
33. Welk type vastgoed achten jullie het meest geschikt voor crowdfunding?

Interview Keijser Capital

Keijser Capital

1. Wat doet Keijser Capital?
2. Wat is de huidige relatie tussen Keijser Capital en Kadans Vastgoed?
3. Bij wat voor soort bedrijven is Keijser Capital actief betrokken geweest tijdens de notering aan een beurs?
4. Werkt Keijser Capital nationaal of ook internationaal?
5. Wat is uw mening over alternatieve financieringsmethode voor vastgoed?

Alternext

6. Wat is de huidige situatie omtrent Alternext?
7. Wat is in uw ogen de het grote verschil tussen Alternext en Euronext?
8. Zijn er al vastgoedfondsen succesvol geweest met een beursgang op Alternext?
9. Wat voor type vastgoednoteringen bestaan op Alternext?
10. Welk type vastgoed zou naar uw mening het meest geschikt zijn voor een notering op Alternext?
11. Welke mogelijkheden heeft een bedrijf dat naar de beurs wil en wat zijn de voordelen van Alternext ten opzichte van Euronext?
12. Wat zijn de eventuele risico's voor zowel de beleggers als aanbiedende partijen op Alternext?
13. Hoe verloopt het proces van een beursgang op Alternext?
14. Wat zijn de hoofdtaken van de Listing Sponsor tijdens een beursgang?
15. Hoe verhouden Alternext en vastgoed zich?
16. Hoe is de vraag naar (vastgoed)beleggingen op Alternext?
17. Welke type beleggers participeren op Alternext en met welke bedragen beleggen zij gemiddeld?
18. Wat zijn de te verwachte gemiddelde rendementen van een notering aan Alternext?
19. Waaruit bestaan de kosten die gemoeid zijn met een notering op Alternext?
20. Het lijkt alsof Alternext maar moeilijk van de grond, wat zijn hier in uw ogen de oorzaken van?
21. Wat is uw mening over de toekomst verwachting van Alternext in uw mening?

Bijlage III. Interpretatie DNB en AFM betreffende crowdfunding



DNB en AFM geven interpretatie over crowdfunding

Inleiding

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Nederlandsche Bank (DNB) ontvangen geregeld vragen van marktpartijen die crowdfunding-initiatieven willen ontplooien. Het gaat dan vaak om de vraag of de Wet op het financieel toezicht (Wft) van toepassing is. AFM en DNB willen daarom meer duidelijkheid bieden over de regelgeving over crowdfunding, gericht op lenen en investeren. In mei 2011 hebben beide toezichthouders marktpartijen al enige handvatten geboden, waar het gaat om crowdfunding.¹ Daarbij werden consumenten ook gewezen op de risico's.

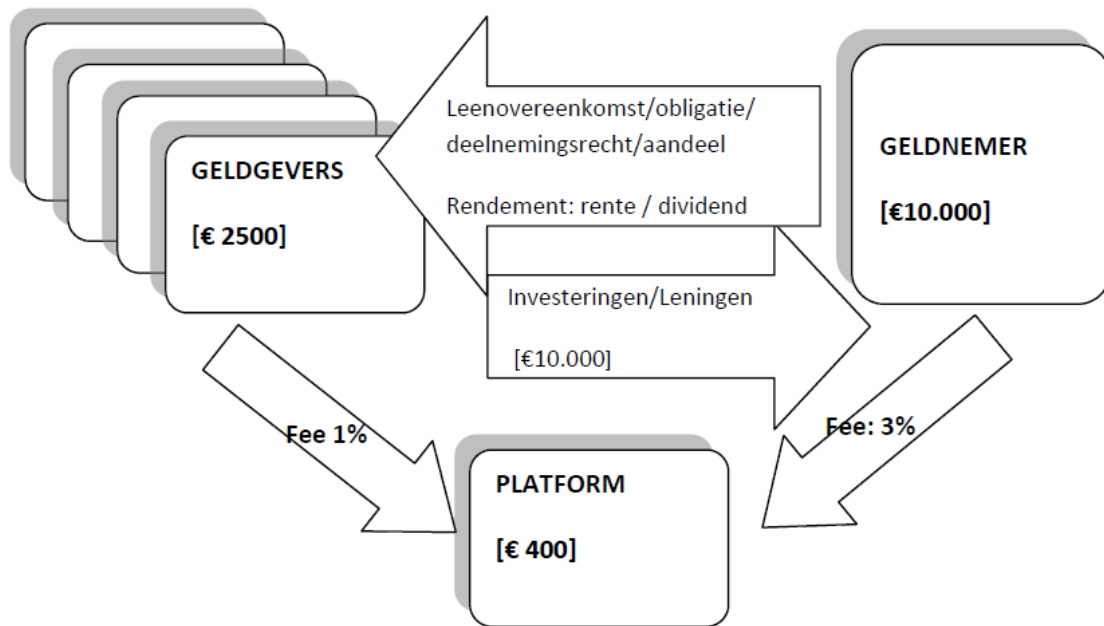
Vormen van crowdfunding

Crowdfunding heeft verschillende verschijningsvormen, afhankelijk van het doel van de partij die een financieringsbehoefte heeft (hierna: de geldnemer). Via een - doorgaans online - platform brengt de exploitant van dat platform (hierna: crowdfunding platform) meerdere investeerders (hierna: geldgevers) en geldnemers bij elkaar voor zeer uiteenlopende, veelal kleinschalige doelen van ideële of commerciële aard. Voorbeelden zijn de financiering van een bedrijf in oprichting, de verstrekking van microkredieten of de uitgave van een cd of boek. Bekeken vanuit de geldgever, kan crowdfunding in essentie op vier verschillende manieren plaatsvinden²:

- doneren – geld schenken voor een goed doel
- sponsoring – ondersteunen van een project van een bedrijf of particulier, tegen een geringe (niet-financiële) tegenprestatie
- lenen – uitlenen van geld aan een bedrijf of particulier
- investeren – investeren in bedrijven

Bij elk project waaraan een geldgever deelneemt, bestaat het risico dat er misbruik wordt gemaakt van zijn vertrouwen. Bij donor- en supportinitiatieven gaat het vaak om kleine bedragen en goede doelen. Bij lenen en investeren kunnen de bedragen echter sterk oplopen en zijn de beweegredenen van geldgevers om te participeren veelal van commerciële aard. In dergelijke gevallen is sprake van een toenemend risico van publieksmisleiding, die de belangen van de geldgevers kunnen schaden. Voor het crowdfunding platform vallen dit soort initiatieven doorgaans onder toezicht op grond van de Nederlandse financiële toezichtwetgeving.

Geldstroomproces bij crowdfunding bij lenen en investeren



Werkzaamheden crowdfundingplatform

Het bedrijfsmodel van een crowdfunding platform is – kort gezegd – gericht op het werven van veelal kleine bedragen bij een grote groep financiers (de ‘crowd’) voor de financiering van een project (de ‘funding’).

Voor het bijeenbrengen van geldgevers en –nemers ontvangt de exploitant van het platform een vergoeding van de geldnemers, van de geldgevers of van beiden. Dit kan een vast bedrag zijn per participant en/of een percentage van de projectfinanciering. Doorlopend kan het platform ook inkomsten genieten als de rente en aflossing van een lening of de uitbetaling van dividenden en terugbetaling van geïnvesteerde gelden via het platform verloopt. De exploitant vraagt voor dergelijke werkzaamheden in de regel een vergoeding. De betaling van gelden loopt doorgaans via een Stichting Derdengelden. De geldgevers maken het bedrag van hun lening/investering over naar de stichting en na een succesvolle inschrijving op een project worden de gelden doorbetaald aan de geldnemer. Bij onvoldoende inschrijving, worden de gelden geretourneerd aan de geldgevers.³

Een exploitant van een crowdfunding platform biedt geldgevers en geldnemers de mogelijkheid om door tussenkomst van dat platform te participeren in een project via een schenking, lening of investering. De werkzaamheden die het crowdfunding platform verricht zijn gericht op het tot stand brengen van een overeenkomst tussen de geldgevers en een geldnemer. Deze werkzaamheden

hebben een bedrijfsmatig karakter omdat het crowdfunding platform hiervoor een beloning ontvangt.

De activiteiten van crowdfunding platforms verschillen in het algemeen niet wezenlijk van elkaar. In de ogen van de AFM fungeert een crowdfunding platform niet slechts als prikbord of ontmoetingsplaats voor vraag en aanbod. Het bedrijfsmodel van een crowdfunding platform is gericht op een succesvolle financiering of investering. Tevens wordt een scala aan diensten aangeboden aan zowel geldgevers als geldnemers om tot een succesvolle financiering te komen. Ook na de financiering verzorgt het crowdfunding platform werkzaamheden die er op zijn gericht om de geldnemer aan zijn betalingsverplichtingen aan geldgevers te laten voldoen.

De werkzaamheden van een online crowdfunding platform zijn niet nader gedefinieerd in de Wft, maar de AFM acht het duidelijk dat die bemiddelend van aard zijn. In de Wft staan meerdere financiële ondernemingen gedefinieerd die een bemiddelende rol hebben op de financiële markten. De AFM heeft aansluiting gezocht bij de werkzaamheden van dergelijke partijen en maakt een onderscheid in vergunningplicht per type crowdfunding platform. Welke vergunning of ontheffing van toepassing is hangt met name af van de vorm van de financiering of investering.

Stappenplan crowdfunding

Met behulp van onderstaand stappenplan kan een exploitant van een crowdfunding platform vaststellen of een vergunning of ontheffing is benodigd, en zo ja welke. Zowel aan een vergunning als een ontheffing kan de AFM nadere voorschriften of beperkingen verbinden, bijvoorbeeld ten aanzien van de bedrijfsvoering⁴ en de doorbetaling van gelden.

Stappenplan crowdfunding voor leningen aan particulieren en/of ondernemingen

1. Worden via het platform financieringen verstrekt in de vorm van leningen?
 - JA; dan is sprake van opvorderbare gelden in de zin van de Wft.⁵ Het crowdfunding platform verricht werkzaamheden als tussenpersoon ten behoeve van het aantrekken of ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van het publiek.⁶ Deze werkzaamheden zijn verboden zonder een ontheffing van de AFM.⁷ Het platform moet dan ook een ontheffing aanvragen voor het bemiddelen in opvorderbare gelden.⁸ Er kan bovendien sprake zijn van krediet in de zin van de Wft. Ga verder met vraag 2.
 - NEE; dan kan sprake zijn van crowdfunding voor investeringen, als de financieringsvorm geen donatie of gift is. Ga verder met het stappenplan voor investeringen in ondernemingen.
2. Worden via het platform (ook) leningen verstrekt aan consumenten?⁹
 - JA; dan is sprake van krediet in de zin van de Wft.¹⁰ Het crowdfunding platform bemiddelt¹¹ in kredieten en deze activiteiten zijn verboden zonder vergunning van de AFM.¹² Het platform moet een vergunning¹³ van de AFM aanvragen voor het bemiddelen in krediet. Het crowdfunding platform hoeft niet over én een vergunning voor het bemiddelen in krediet én een ontheffing

voor het bemiddelen in opvorderbare gelden te beschikken. Er kan een vergunning worden aangevraagd voor het bemiddelen in consumptief krediet, met daarbij de extra product/dienstcombinatie 'bemiddelen in spaar- en betaalrekeningen'. Dan is een aparte ontheffing voor het bemiddelen in opvorderbare gelden niet nodig.¹⁴

- NEE; dan is geen sprake van krediet in de zin van de Wft. Dit is het geval als er uitsluitend leningen worden verstrekt aan ondernemers.¹⁵ Er moet er wel een ontheffing zijn voor het bemiddelen in opvorderbare gelden (zie vraag 1).

Stappenplan crowdfunding voor investeringen in ondernemingen

1. Worden via het platform investeringen gedaan in de vorm van aandelen?¹⁶
 - JA: dan kan sprake zijn van effecten (financiële instrumenten).¹⁷ Ga verder met vraag 3.
 - NEE: ga naar vraag 2.
2. Worden via het platform investeringen gedaan in de vorm van obligaties?
 - JA: dan kan sprake zijn van effecten (financiële instrumenten). Ga verder met vraag 3
 - NEE: als de investering niet in de vorm van aandelen of obligaties geschiedt, kan nog wel sprake zijn van effecten, als sprake is van andere waardebewijzen of schuldinstrumenten. Leg bij twijfel uw constructie ter beoordeling voor aan de AFM.
3. Zijn de betreffende aandelen of obligaties verhandelbaar?¹⁸
 - JA: dan is sprake van effecten en dus van financiële instrumenten. De AFM is van oordeel dat de activiteiten die een platform verricht, moeten worden aangemerkt als het ontvangen en doorgeven van orders van geldgevers met betrekking tot die financiële instrumenten (orderremissier). Daarom is sprake van het verlenen van een beleggingdienst en deze activiteit is verboden zonder vergunning van de AFM.¹⁹ Het platform moet een vergunning²⁰ van de AFM aanvragen als beleggingsonderneming.
 - NEE: dan is geen sprake van een effect. Er kan nog wel sprake zijn van een ander financieel instrument. Leg bij twijfel uw constructie ter beoordeling voor aan de AFM.

Samenvatting

Zoals uit bovenstaand stappenplan blijkt, kan sprake zijn van drie verschillende toezichtsregimes voor crowdfunding platforms:

- 1) vergunning voor het bemiddelen in krediet,
- 2) ontheffing voor het 'bemiddelen' in opvorderbaar geld en
- 3) vergunning voor het doorgeven van orders in financiële instrumenten.

Zowel aan een vergunning als een ontheffing kan de AFM nadere voorschriften of beperkingen verbinden, bijvoorbeeld ten aanzien van de bedrijfsvoering²¹ en de doorbetaling van gelden. De eisen die aan een vergunning of ontheffing worden gesteld verschillen en de doorlopende toezichtregels die van toepassing zijn kunnen tevens verschillen.

Het reikt te ver om in dit stuk een uitgebreide toelichting hierover te verstrekken. Tot slot merkt de AFM op dat er op dit moment twee crowdfunding platforms in Nederland zijn, die over een vergunning van de AFM beschikken. Geldvoorelkaar.nl heeft een vergunning voor het bemiddelen in consumptief krediet en mag daarmee ook bemiddelen in opvorderbare gelden. Crowdaboutnow heeft een vergunning als beleggingsonderneming.

Crowdfunding kruipt uit artistieke beginfase

Voor veel artistieke-lingen is crowdfunding een uitkomst geworden. Maar ex-bankiers willen er een serieuze beleggingstak van maken

Marijn Jongsma

Laat het woord crowdfunding vallen in de traditionele beleggingswereld, stelt Kristof De Buysere, en je krijgt golven van kritiek over je heen. De Vlaming werkt bij de Universiteit van Tilburg en adviseert ook ondernemingen. 'Er is echt sprake van 'believers' en 'non-believers'. Feit is dat de traditionele effectenbeurzen weinig gedaan hebben met de internetrevolutie.'

De collectebus is eigenlijk de oervorm van crowdfunding, waarbij bedrijven, instellingen of zelfs particulieren geld ophalen bij een grote groep mensen. Maar internet heeft het mogelijk gemaakt om geldnemers en geldgevers op speciale platforms relatief gemakkelijk bij elkaar te brengen. 'De fragmentatie is enorm', stelt De Buysere, 'en ieder platform heeft zijn eigen model'.

Veel daarvan zijn opgezet vanuit een sociale of een IT-achtergrond, stelt Tom Vroemen van CrowdAboutNow. 'Met € 20.000 en een nacht programmeren kun je zo'n ding bouwen. Daarom hameren wij op de noodzaak van toezicht. Crowdsurfing kan heel gevaarlijk zijn.'

Inmiddels wemelt het van de oud-bankiers in het hippe crowdfundingwereldje. Edwin Adams was in 2010 een van de oprichters van Geldvoorelkaar. Net als zijn compagnon Martijn van Schelven is hij als oud-directeur van een ING-kantoor in Rhenen afkomstig uit de bankwereld. 'Maar er zitten in dit wereldje ook wereldverbeteraars, technenuten en kunstenaars.'

De leenmarkt ('peer to peer lending') vertoont de snelste groei. In de Angelsaksische wereld nemen consumentenkredieten via crowdfunding een vlucht. Lending Club en Prosper in de Verenigde Staten en de Britse pionier Zopa zijn inmiddels gevestigde namen. 'Deze vorm van lenen wordt gezien als alternatief voor een deel van het geld dat nu op een spaarrekening staat', aldus Gijsbert Koren van crowdfundingconsultancy Douw & Koren. 'Maar het risico is natuurlijk wel groter. De markt is jong.'

In Europa ontbreken betrouwbare statistieken over het gemiddelde rendement of het percentage wanbetalingen. Voor veel beleggers klinkt het verschaffen van eigen vermogen via crowdfunding een stuk spannender. Wat als je een paar honderd euro stopt in de spreekwoordelijke nieuwe Microsoft? Uiteraard zijn de risico's van crowdfunding-aandelen ook groter. Struikelblok blijft de waardering van aandelen in een startende onderneming. Koren: 'Meestal zie je dat de financiering start in het eigen netwerk, en dat het benaderen van onbekende investeerders een tweede stap is.'



'We testen zo ook de markt'

Zakenman Bauke Bokma de Boer zoekt financiering voor 'zijn' VacuVita, dozen waarin voedsel vacuum kan worden bewaard. 'We proberen verschillende platforms, zoals Symbid maar ook het Amerikaanse Indiegogo. De platformen krijgen een bepaald percentage bij succes. De vorm waarin dat gebeurt verschilt per platform. De vormen zijn: voorbestellingen, uitlenen en aandelen. Wij doen de eerste en laatste vorm: een voorbestelling in combinatie met aandelen.'

Geïnteresseerden bestellen het product tegen korting. Dat wordt na productie toegezonden — mits er voldoende belangstelling is. Aandelen gaan via Symbid. Vijf procent van de aandelen is gereserveerd voor de eerste klanten, die een aandeel cadeau krijgen.

Bokma de Boer: 'Als duizend mensen mee willen doen, gaan we door. We kijken of dit werkt. Lukt het niet, dan moeten we een deel zelf financieren. Het is voor ons ook een test. We kijken of er genoeg belangstelling is voor het product.'

Hij ziet in crowdfunding meer dan alleen een financieringsvorm: het is ook een manier om de markt te testen. 'Het is belangrijk dat je zo snel mogelijk weet of je kans van slagen hebt. Beter dan bij marktonderzoek kun je zien of mensen het product echt willen kopen: ze betalen immers van tevoren. Je peilt de vraag accurater. Dat geeft zekerheid in het traject richting productie. Op de platforms zitten veel 'early adaptors' die later een deel van de markt bepalen. Daar kijken de inkopers van grote bedrijven naar.'

Het product is 'een mooi ding', aldus de ondernemer. 'De nulserie zal in Nederland worden geproduceerd; als het groter wordt, verplaatsen we de productie naar China.' Voor Bokma de Boer zijn het de eerste stappen op de markt voor crowdfunding. 'Doorgaans praat je met mensen die al goed in de materie zitten, nu is het openbaar. Het product wordt afgeschoten, of niet. Dat is een beetje een onvoorspelbaar proces.'

Bauke Bokma de Boer FOTO: KATO TAN

**Versnipperd
'De fragmentatie is enorm en ieder platform heeft zijn eigen model'**

**Verandering
Inmiddels wemelt het van de oud-bankiers in de hippe wereld van de crowdfunding**

Gevaarlijk terrein voor de particuliere belegger? Koren: 'Je moet het als belegger eigenlijk alleen doen als je het interessant vindt, en niet erg vindt als je je geld kwijtraakt. In die fase zit de markt gewoon. De huidige investeerders zijn zich daar ook van bewust. Het zijn de innovators, de hogeropgeleiden, mensen uit het netwerk van de ondernemer.' Spielere voor een selecte club dus? 'Wij denken dat crowdfunding absoluut een serieus alternatief gaat worden. Nu is het heel klein maar het groeit hard. In 2011 werd er in Nederland € 2,5 mln opgehaald, vorig jaar al € 14 mln.'

Daarmee is crowdfunding nu nog een druppel in de oceaan. Edwin Adams, een

van de oprichters van Geldvoorelkaar, voorziet een toekomst als aanvulling op andere financieringsvormen. 'Banken zijn momenteel heel terughoudend. Crowdfunding kan dat probleem deels oplossen. Wij denken aan een hybride instrument: de bank doet een deel van de financiering, evenals de ondernemer zelf. De rest gaat via crowdfunding. Vrij recentelijk was er een overname van een accountantskantoor in Groningen in deze vorm, waar Rabobank bij betrokken was. Een beetje het poldermodel. Het is goed voor alle partijen, ook voor de investeerder: als de bank meekijkt, zijn dat toch weer een paar extra ogen.'

