



Notitie Feyenoord City / Openbaar

Datum : 9 januari 2017

Versie: Definitief

Voor : SG Feyenoord City

Onderwerp : Financiële stromen, investeringen en financiering Nieuw Stadion

Inhoud

1	Inleiding	2
2	Financiële stromen tussen de verschillende entiteiten	2
2.1	Overzicht	2
2.2	Stadion Feijenoord NV.....	5
2.3	Nieuw Stadion BV	5
2.4	Service VOF.....	7
2.5	Feyenoord Rotterdam NV	7
2.6	GREX BV/NV.....	8
3	Bouw- en investeringskosten Nieuw Stadion.....	8
3.1	Inleiding	8
3.2	Initiële investeringen	8
3.3	Vervangingsinvesteringen	10
4	Financiering Nieuw Stadion.....	11
4.1	Introductie	11
4.2	Financieringsstructuur.....	11
4.3	Financieringskosten.....	13
4.4	Waterval Nieuw Stadion B.V.	13
4.5	Waterval Service VOF	14

1 Inleiding

Hoewel er sprake is van afzonderlijke business cases betreffende het nieuwe stadion, de herontwikkeling van De Kuip en de grondexploitatie (GREX), bestaan er wel onderlinge financiële verbanden tussen deze business cases. Hoofdstuk 2 van deze notitie licht op basis van de juridische structuur (zie ook bijlage H7B1 Organogram) toe welke financiële stromen er zullen zijn tussen de entiteiten onderling en welke entiteiten onderdeel vormen van welke business case (BC). Een goed begrip van de samenhang is onderdeel van een goed begrip van de individuele cases, in het bijzonder de business case van het nieuwe stadion. Deze heeft een financiële relatie met zowel Stadion Feijenoord NV, Feyenoord Rotterdam NV en de GREX. Op basis van een goed begrip van de financiële relaties van de BC Stadion Feijenoord NV, beschrijft deze notitie verder in nader detail de uitgangspunten van de bouw- en investeringskosten en financieringsstructuur van het nieuwe stadion, inclusief waterval.

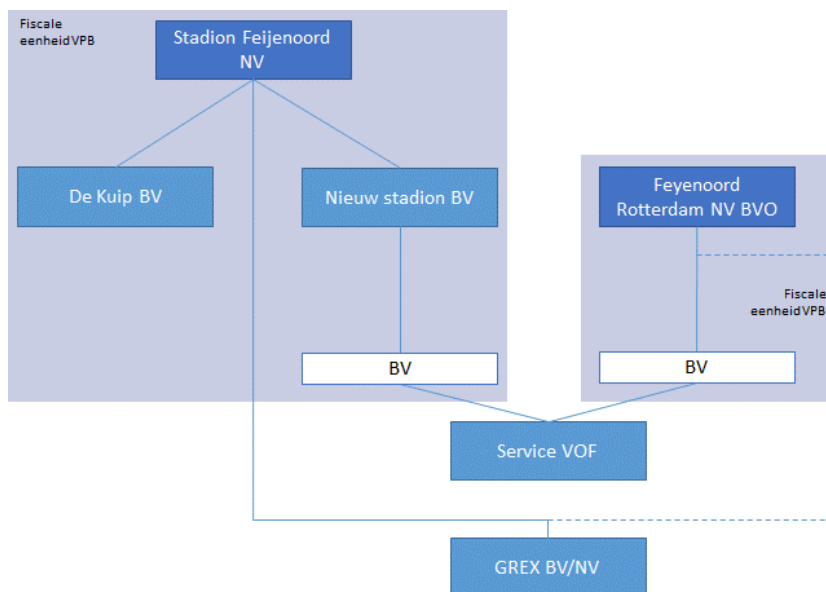
De uitgangspunten ten aanzien van financiële stromen tussen de entiteiten, investeringen en financiering zoals beschreven in deze notitie zijn conform de laatst bekende inzichten per november 2016. De gesprekken met potentiële financiers en investeerders worden ook na november 2016 voortgezet. Mede op basis daarvan zullen de juridische en fiscale structuur alsmede de financieringsstructuur nadere invulling krijgen.

Voor de exacte vertaling van de in deze notitie beschreven uitgangspunten naar de business cases van het Nieuwe Stadion, de GREX en de herontwikkeling van De Kuip, wordt verwezen naar de volgende vertrouwelijke bijlagen bij het Haalbaarheidsrapport Feyenoord City d.d.21 november 2016: H6.3B1 Databook Nieuw Stadion, H6.3B2 Exploitatiemodel Nieuw Stadion Base Case, H6.2B1 Rapport Grondexploitatie Feyenoord City ", H6.4B1 Databook De Kuip en H6.4B2 Exploitatiemodel De Kuip.

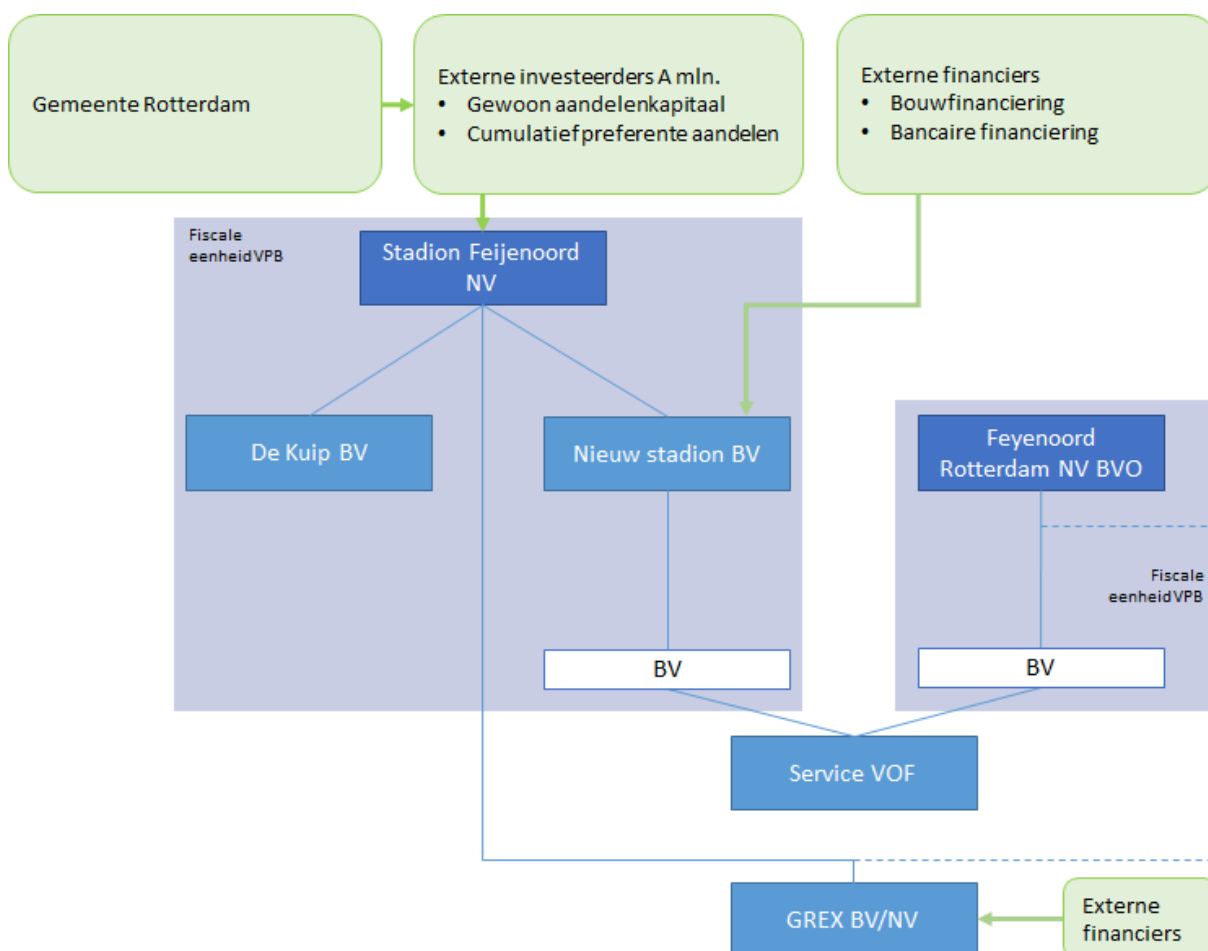
2 Financiële stromen tussen de verschillende entiteiten

2.1 Overzicht

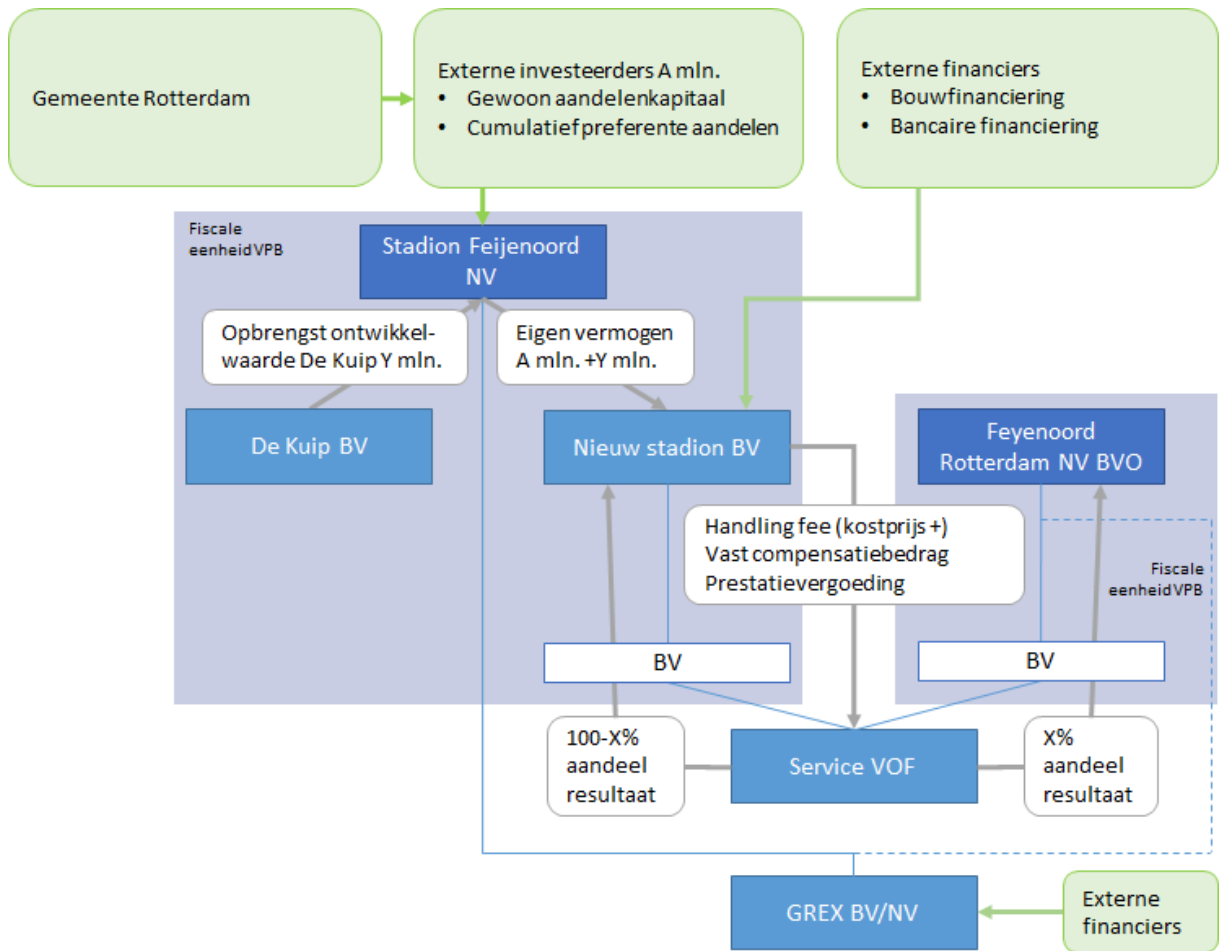
Figuur 1 t/m 4 tonen schematische weergaven van de financiële samenhang tussen de diverse entiteiten en actoren in de beoogde structuur. In de paragrafen daarna wordt dit per entiteit nader toegelicht. De business case van de grondexploitatie omvat de ontwikkelentiteit ten behoeve van de GREX (GREX BV/NV). De business case van het nieuwe stadion omvat de entiteiten Nieuw Stadion BV en Service VOF. De business case van De Kuip omvat de entiteit De Kuip BV. Deze entiteit bestaat nu nog niet (De Kuip is onderdeel van Stadion Feijenoord NV), maar de aannahme is dat de (herontwikkeling van) De Kuip door Stadion Feijenoord NV wordt ondergebracht in een afzonderlijke entiteit.



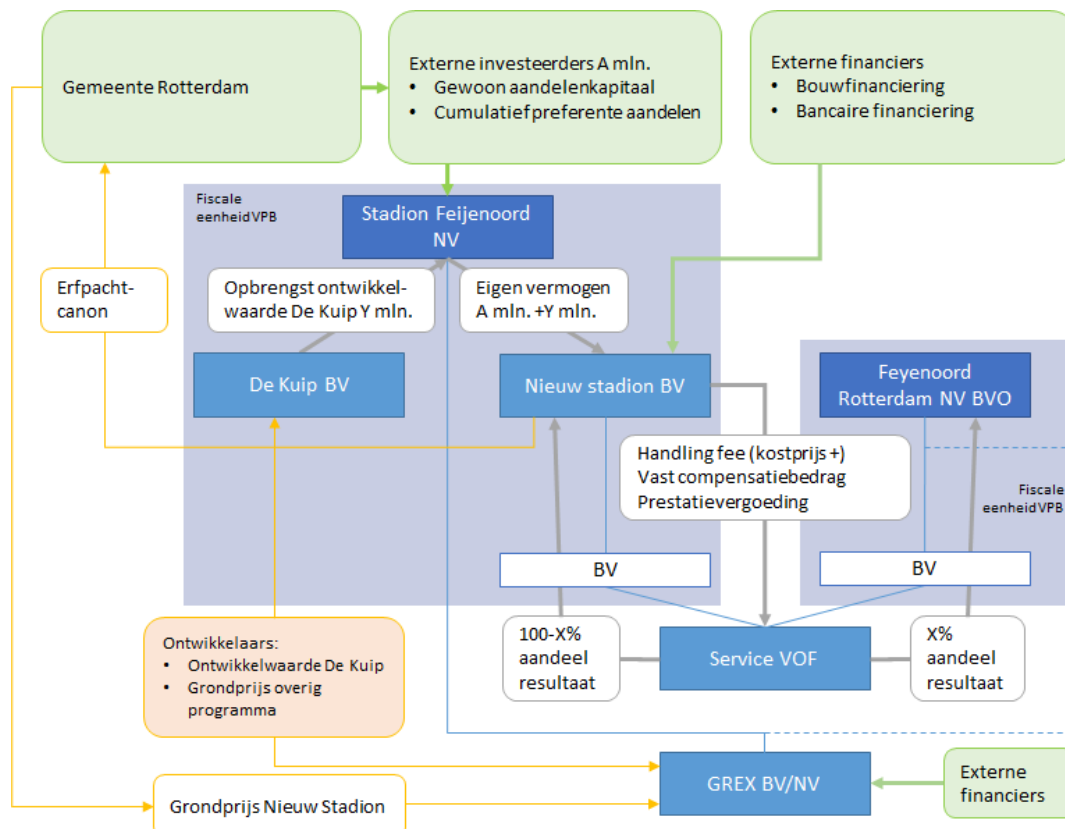
Figuur 1: Overzicht Basisstructuur



Figuur 2: Basisstructuur met externe investeerders en financiers



Figuur 3: Basisstructuur met externe investeerders en financiers plus interne en externe financiële stromen



Figuur 4: Basisstructuur met externe investeerders en financiers & interne en externe financiële stromen

2.2 Stadion Feijenoord NV

De inkomsten en uitgaven gerelateerd aan de herontwikkeling van De Kuip vallen binnen Stadion Feijenoord NV. In beginsel zijn dit inkomsten, bestaande uit de prijs die een extern ontwikkelaar bereid is te betalen in ruil voor het recht om De Kuip te mogen herontwikkelen. Als er een afzonderlijke entiteit wordt opgericht, waarin De Kuip wordt ondergebracht, vallen deze inkomsten en uitgaven binnen deze entiteit (en geconsolideerd binnen Stadion Feijenoord NV).

Indien en voor zover Stadion Feijenoord een ontwikkelwinst realiseert in relatie tot de herontwikkeling van De Kuip (na aankoop van de grond van de gemeente Rotterdam tegen de residuele waarde dan wel aangaan van erfpacht tegen residuele waarde met de gemeente Rotterdam), zal deze door Stadion Feijenoord NV aangewend worden als investering in het eigen vermogen van Nieuw Stadion BV (eigen vermogen EUR Y mln. in figuur 1 t/m 4).

Stadion Feijenoord NV trekt daarnaast extern eigen vermogen aan (eigen vermogen in de vorm van gewone aandelen en cumulatief preferente aandelen, samen EUR A mln. in figuur 1), en investeert dat als eigen vermogen (gewone aandelen en cumulatief preferente aandelen) in Nieuw Stadion BV. Daar staan voor Stadion Feijenoord NV inkomsten in de vorm van (cumulatief preferente) dividenduitkeringen vanuit Nieuw Stadion BV tegenover.

2.3 Nieuw Stadion BV

Alle inkomsten en uitgaven gerelateerd aan het financieren, ontwikkelen, exploiteren en onderhouden van het nieuwe stadion zullen in beginsel via Nieuw Stadion BV gaan lopen, inclusief de inkomsten en uitgaven gerelateerd aan ticketing en de verhuur van business units en seats (zie hoofdstuk 6.3 van Haalbaarheidsrapport Feyenoord City voor een volledig overzicht).

Dit laatste betekent een overheveling van inkomsten en uitgaven van Feyenoord Rotterdam NV naar Nieuw Stadion BV en dus een verandering ten opzichte van de huidige situatie, waarin de inkomsten en uitgaven van ticketing, business units en seats via Feyenoord Rotterdam NV lopen.

Nieuw Stadion BV ontvangt ook een (beperkt) deel van het resultaat in de Service VOF (zie paragraaf 2.4). Dit resultaat vloeit als inkomsten binnen bij de Nieuw Stadion.

Omdat een groot deel van de organisatorische en commerciële zaken ten behoeve van de exploitatie van Nieuw Stadion BV en eventuele onderdelen van De Kuip door Service VOF wordt verricht, betaalt Nieuw Stadion BV een periodieke vergoeding aan de Service VOF (de '**handling fee**' in figuur 1). Hiermee worden de uitgaven die de Service VOF moet doen gedekt en in verband met het zakelijk karakter van de dienstverlening wordt rekening gehouden met een marge ten gunste van de Service VOF. De business case rekt op dit moment met 10% marge, dit zal uiterlijk definitief worden vastgesteld op het moment van financiële closing.

Daarnaast levert de Service VOF aan Nieuw Stadion ook inhoud ten behoeve van de exploitatie, in de vorm van Feyenoord-wedstrijden. De wedstrijdinkomsten inclusief ticketing, business units en seats worden geheel ontvangen door Nieuw Stadion BV. Als vergoeding hiervoor betaalt Nieuw Stadion BV een periodieke vaste vergoeding aan de Service VOF (de '**vaste compensatiebijdrage**' in figuur 1). De vaste compensatiebijdrage zal definitief worden vastgesteld op het moment van financiële closing (zie paragraaf 4.1).

In aanvulling op bovenstaande is er nog een financiële prikkel om de exploitatie van het Nieuw Stadion BV te optimaliseren: Service VOF ontvangt een resultaatafhankelijke prestatievergoeding van Nieuw Stadion BV (de variabele '**prestatievergoeding**' in figuur 1). Deze prestatievergoeding is een vast percentage (X%) van de hoeveelheid vrij uitkeerbare liquide middelen die Nieuw Stadion beschikbaar heeft, nadat alle operationele kosten, rente, aflossing en cumulatief preferent dividend betaald zijn. Het andere deel (100%-X%) is beschikbaar voor uitkering aan gewone aandeelhouders (de business case gaat uit van X=50% voor de Service VOF, dit zal definitief worden vastgesteld uiterlijk op het moment van financiële closing).

Het percentage X% van de prestatievergoeding zal definitief worden vastgesteld op het moment van financiële closing, zodanig dat op basis van de business case en de definitieve kapitaalstructuur die op dat moment wordt overeengekomen met investeerders en financiers kan worden voldaan aan de (gemiddelde) rendementsverwachting van de eigen vermogensverschaffers. De prestatievergoeding vertegenwoordigt een substantiële prikkel voor de Service VOF om de exploitatie van het nieuwe stadion te optimaliseren. Daarvan profiteren zowel Feyenoord Rotterdam NV als de financiers en investeerders in het nieuwe stadion.

Naast de operationele kasstromen lopen ook de investeringskasstromen en de financieringskasstromen via Nieuw Stadion BV. Dit betekent dat Nieuw Stadion BV:

- Investeert in de realisatie en onderhoud van het nieuwe stadion
- Extern vreemd vermogen aantrekt van financiers
- Eigen vermogen (cumulatief preferente aandelen) aantrekt (via Stadion Feijenoord NV)
- Eigen vermogen (gewone aandelen) aantrekt (via Stadion Feijenoord NV)
- Rente en aflossing uitkeert aan de financiers
- Cumulatief preferent dividend uitkeert Stadion Feijenoord NV
- Dividend uitkeert aan Stadion Feijenoord NV

2.4 Service VOF

De Service VOF ontvangt drie inkomstenstromen vanuit Nieuw Stadion BV:

1. Handling fee
2. Vaste compensatievergoeding
3. Prestatievergoeding

De uitgaven van de Service VOF bestaan met name uit personeelskosten en commerciële uitgaven. Deze uitgaven worden geheel gedekt door de handling fee. Het resultaat van de Service VOF is daardoor in feite altijd positief en bestaat uit de marge op de handling fee, de vaste compensatievergoeding en de prestatievergoeding. Dit betekent ook dat het resultaat van de Service VOF bestaat uit een zekere component (de marge op de handling fee en de vaste compensatievergoeding) en een variabele component (de prestatievergoeding).

De Service VOF streeft – binnen de operationele en wettelijke mogelijkheden – naar een optimale uitkering van het resultaat in een vaste verhouding naar haar vennoten, zijnde Feyenoord Rotterdam NV en Nieuw Stadion BV (via een tussen-BV). De business case gaat nu uit van een uitkering in de verhouding 95% voor Feyenoord Rotterdam NV en 5% voor Nieuw Stadion BV. Deze verdeling zal definitief worden vastgesteld uiterlijk op het moment van financiële closing.

2.5 Feyenoord Rotterdam NV

Feyenoord Rotterdam NV ontvangt in de structuur een periodieke inkomstenstroom vanuit de Service VOF, bestaande uit het aandeel van Feyenoord Rotterdam NV in het resultaat van de Service VOF. Omdat het resultaat van de Service VOF bestaat uit een vaste en een variabele component, geldt dat in dezelfde verhouding ook voor het aandeel dat Feyenoord Rotterdam NV in dit resultaat heeft.

Zoals in paragraaf 2.3 reeds aangegeven zal Feyenoord Rotterdam NV in de beoogde structuur de inkomsten en uitgaven gerelateerd aan ticketing en de verhuur van business units en seats overhevelen naar Nieuw Stadion BV. Voor een deel van de huidige commerciële uitgaven van Feyenoord Rotterdam NV geldt dat zij in de nieuwe structuur niet meer bij de Feyenoord Rotterdam NV maar in de Service VOF zullen gaan vallen. Het netto 'gat' in de begroting van Feyenoord Rotterdam NV, dat door deze overheveling in inkomsten en uitgaven ontstaat, zal worden gecompenseerd door het vaste resultaat dat Feyenoord Rotterdam NV van de Service VOF gaat ontvangen. Daardoor is Feyenoord Rotterdam NV verzekerd van continuïteit, waarbij de huidige situatie als referentie fungeert. De business case neemt als referentiepunt de begroting '16-'17. Uiterlijk op het moment van financiële closing wordt het werkelijke referentiepunt vastgesteld, waarbij het in de rede ligt dat een onafhankelijke externe partij zal vaststellen hoe groot het werkelijke netto financiële effect van de overheveling vanuit Feyenoord Rotterdam NV naar Nieuw Stadion BV en Service VOF is, en dat dit netto financiële effect wordt gebruikt als grondslag voor het bedrag dat Feyenoord Rotterdam NV via de Service VOF als vaste resultaatuitkering kan ontvangen.

Feyenoord Rotterdam NV ontvangt derhalve een periodieke inkomstenstroom via de Service VOF, bestaande uit haar deel van het resultaat van de Service VOF:

- Middels haar deel van de vaste compensatievergoeding en de marge op de handling fee (beiden zijn onderdeel van het resultaat van de Service VOF), wordt Feyenoord Rotterdam NV gecompenseerd voor de gedeerde inkomsten en uitgaven die in de beoogde nieuwe structuur worden overgeheveld van de BVO naar Nieuw Stadion BV. Deze zekere bijdrage, die zijn oorsprong kent in de stadionexploitatie, is dan voldoende om de begroting van de Feyenoord Rotterdam NV in de nieuwe situatie ten minste op het bestaande niveau (de referentiesituatie) te houden.
- Daar bovenop komt het aandeel van Feyenoord Rotterdam NV in de variabele component van het resultaat van de Service VOF.

2.6 GREX BV/NV

De inkomsten van de GREX bestaan uit de verkoop van gronden aan ontwikkelaars. De uitgaven van de grondexploitatie bestaan op hoofdlijnen uit verwerving van gronden, projectkosten, bouwrijp en woonrijp maken. Omdat de uitgaven in de tijd vooruitlopen op de inkomsten, zal de GREX externe financiering aantrekken om deze periode te overbruggen. Daar staan uitgaven in de vorm van rente en aflossing tegenover.

In de beoogde structuur verwerft de gemeente Rotterdam de grond onder het Nieuwe Stadion van de GREX in erfpacht uit te geven aan Nieuw Stadion BV. Dit zijn inkomsten voor de GREX en leidt tot periodieke uitgaven van Nieuw Stadion BV aan de gemeente Rotterdam in de vorm van erfpacht.

3 Bouw- en investeringskosten Nieuw Stadion

3.1 Inleiding

De investeringen benodigd om het nieuwe stadion te realiseren bedragen zijn geraamd op EUR 366 miljoen (prijspeil 2016). Het geraamde investeringsniveau is conform SSK-methodiek door Royal Haskoning DHV tot stand gekomen en houdt rekening met risico's en onvoorziene kosten. Deze investering gaat uit van een turn key oplevering en is inclusief een inpandige parkeergarage en de constructieve onderbouw van de publieke omloop zoals beschreven in Hoofdstuk 4 Masterplan, paragraaf 4.3.1. "Nieuw Stadion" én inclusief de Urban Bridge zoals beschreven in Hoofdstuk 4 Masterplan, paragraaf 4.3.2 "Urban Bridge". Turn key houdt in dat bij de investeringen ook de inrichting is inbegrepen.

De investeringen in grond maken geen deel uit van genoemd investeringsbedrag, omdat het nieuwe stadion door Nieuw Stadion B.V. in erfpacht verkregen wordt op het moment dat de bouw begint (medio 2019).

Meer gedetailleerde informatie is terug te vinden in de financiële bijlagen H8B4 SSK raming mettoelichting, H6.3B1 Databook nieuw stadion en H6.3B2 Exploitatiemodel nieuw stadion.

3.2 Initiële investeringen

Bouw- en investeringskosten zijn gebaseerd op kengetallen met de verbijzondering van typologie, locatie, vorm en functie. De bouwkosten zijn opgebouwd uit:

- Benoemde directe bouwkosten
 - ◇ Bouwkundige werken
 - constructieve onderbouw
 - constructieve bovenbouw
 - gevel + openingen
 - dak + openingen
 - inbouwpakket
 - afwerkingen
 - ◇ Installaties
 - W-installaties
 - E-installaties
 - transportinstallaties
 - ◇ Vaste inrichting
 - vaste inrichting
- Nader te detailleren
- Indirecte bouwkosten
 - ◇ Algemene bouwplaatskosten
 - ◇ Algemene kosten
 - ◇ Winst en risico
- Objectrisico bouwkosten

Engineeringkosten en overige bijkomende kosten bestaan uit:

- Honoraria (projectmanagement, programma van eisen, architect, constructeur, grondonderzoek, adviseur bouwfysica, adviseur installaties, adviseur bouwkosten, landschapsarchitect, directievoering, toezicht) o.b.v. een percentage van de bouwkosten;
- Heffingen en aansluitingen (leges, precario, aansluitkosten);
- Verzekeringen (CAR);
- Nader te detailleren;
- Risico reservering.

Het nieuwe stadion heeft 63 duizend plaatsen. Veldoppervlakte is 13.000 m². Tribuneoppervlakte is 28.000 m². Gevels als stalen bekleding, dak als ETFE, met eenvoudige open/dicht constructie. Inclusief afwerking, installaties en vaste inrichting.

De locatie van het nieuwe stadion brengt de volgende bijzondere constructies met zich mee:

- Nieuwe dam in de Maas
- Nieuwe kademuur
- Aanleg van vervangend water elders
- Omloop rondom
- Overkluizing van Korte Stadionweg en waterleiding
- Overbouw van de sporen

In het stadion is 70.521 m² BVO programma geplaatst. Naast de gemiddelde investering per m² zal ook nog in de volgende elementen t.b.v. het functioneren van het stadion worden geïnvesteerd:

- Parkeren
- Concourse boven NS
- Externe omloop
- Loopbruggen
- Inrichting horeca
- Overige inrichting

Meer gedetailleerde informatie ten aanzien van de totale investering is terug te lezen in de (geheime) financiële bijlagen H8B3 Notitie Stichtingskostenraming FC en H8B4 SSK Raming met toelichting.

3.3 Vervangingsinvesteringen

In de business case wordt in de kostensfeer rekening gehouden met regulier onderhoud (correctief, preventief en vervanging).

Daarnaast wordt rekening gehouden met aanvullende, periodieke vervangingsinvesteringen. In installaties wordt elke vijf jaar EUR 5 mln. (pp 2016) geïnvesteerd. Om de inrichting up-to-date te houden wordt elke vijf jaar een investering gedaan: Na de eerste vijf jaar is dat EUR 7,5 mln., na tien jaar is dat EUR 10,0 mln., na vijftien jaar is dat EUR 12.5 mln. en elke volgende vijf jaar is dat EUR 15 mln. (prijsspeil 2016).

In de business case wordt vanaf het eerste operationele jaar een herinvesteringsreserve voor voornoemde vervangingsinvesteringen opgebouwd, door een deel van de kasstroom die resteert nadat alle operationele verplichtingen en verplichtingen aan financiers en cumulatief preferente aandeelhouders zijn voldaan, niet uit te keren als dividend of variabele prestatievergoeding, maar te reserveren binnen Nieuw Stadion B.V. De dotatie aan de herinvesteringsreservering bedraagt EUR 1,5 mln. per jaar.

Indien en voor zover de in de onderneming aanwezige kasmiddelen, inclusief gereserveerde middelen, niet toereikend zijn om op enig ogenblik de vervangingsinvesteringen te financieren, wordt aangenomen dat deze voor zover nodig extern gefinancierd kunnen worden binnen de financiële ratio's die met financiers worden afgesproken. In de base case is herfinanciering binnen deze ratio's mogelijk, maar tijdens de planperiode niet nodig omdat er – mede dankzij de reservering - voldoende kasmiddelen beschikbaar zijn om de investeringen uit te bekostigen.

Teneinde de venue voor klanten ook op lange termijn even relevant en aantrekkelijk te houden, wordt er na 25 operationele jaren rekening gehouden met aanvullende functionele investeringen. Bij de bepaling van de verwachte restwaarde van de exploitatie na 25 jaar zijn deze extra investeringen in aanmerking genomen. Op basis van de kasstromen, de balanspositie en de financiële ratio's op dat moment wordt het mogelijk geacht om een functionele herinvestering op dat moment – indien en voor zover nodig – extern te financieren. De lopende rentedragende leningen zijn dan nagenoeg geheel afgelost, de kasstromen zijn substantieel en stabiel en de financiële ratio's (m.a.w. solvabiliteit, DSCR en net debt / ebitda) zijn gezond en bieden ruimte.

4 Financiering Nieuw Stadion

4.1 Introductie

De business case nieuw stadion behorende bij deze haalbaarheidsstudie bevat bepaalde aannames ten aanzien van financieringsstructuur en verwachte rendementseisen van investeerders en financiers. Het commitment van alle investeerders en financiers dient bij financiële closing definitief te zijn, om aan betrokken partijen de zekerheid te bieden dat er voldoende middelen beschikbaar zijn om de bouw te voltooien. Het moment waarop de potentiële investeerders en financiers zich committeren door hun handtekening te zetten onder de definitieve lenings- dan wel participatieovereenkomsten, wordt verwacht in 2018. Tot aan deze uiteindelijke financiële closing kan de nadere uitwerking van de financieringsstructuur – naar aanleiding van gesprekken met potentiële investeerders en financiers – leiden tot aanpassingen van deze uitgangspunten. Bijvoorbeeld omdat investeerders en financiers gaandeweg de lopende gesprekken en beoordelingen op onderdelen andere voorwaarden stellen dan vooraf verwacht. Dit kan ertoe leiden dat de uiteindelijke en alle partijen conveniërende financieringsstructuur afwijkt van de inschatting die is opgenomen in de business case die nu voorligt.

In hoofdstuk 3 is uiteengezet dat de verwachte investeringen in totaal EUR 366 mln. bedragen (pp 2016). Doordat de investeringen over een periode van 5 jaar verspreid zullen zijn (2017 – 2022) en interestlasten over deze periode meegefinancierd moeten worden, loopt de kapitaalsbehoefte in lopend prijspeil in absolute zin op tot ongeveer EUR 423 mln. op het moment dat het stadion opgeleverd wordt.

Meer gedetailleerde informatie is terug te vinden in de (geheime) financiële bijlagen H8B3 Notitie Stichtingskostenraming FC, H8B4 SSK Raming met toelichting, H6.3B1 “Databook Nieuw Stadion” en H6.3B3 “Samenvatting Output BC Nieuw Stadion”.

4.2 Financieringsstructuur

Uitgangspunt is dat binnen de structuur (zie hoofdstuk 7 van het Rapport Haalbaarheidsstudie Feyenoord City d.d. 21 november 2016) de bouw en financiering van het Nieuw Stadion plaats zal vinden op het niveau van Nieuw Stadion B.V. Voor de invulling van de financieringsbehoefte zal Nieuw Stadion B.V. verschillende vermogenstitels aantrekken. Indachtig de uitgangspunten van de structuur is de insteek om de zeggenschap zoveel mogelijk binnen de Feyenoord familie te behouden op basis van een robuuste financieringsstructuur, die de Feyenoord familie in staat stelt om ook in geval van financiële tegenslag de zeggenschap over stadion en exploitatie zo lang mogelijk te behouden.

De financieringsstructuur kent feitelijk twee fases:

1. Bouwfase: Vanaf start ontwikkeling tot aan oplevering van het Stadion
2. Exploitatiefase: Vanaf start exploitatie

Om verschillende typen investeerders en financiers aan te kunnen spreken met de propositie en een afgewogen, stabiele samenstelling te vormen is de vermogensstructuur verdeeld in verschillende tranches met verschillende niveaus van risico en rendement:

1. Eigen vermogen
 - a. Gewone aandelen
 - b. Cumulatief preferente aandelen
2. Vreemd vermogen
 - a. Bouwfinanciering (Bouwfase)
 - b. Hypothecaire lening (Exploitatiefase)

In de structuur ligt de zeggenschap bij de gewone aandelen. Deze tranche wordt in beginsel samen met het cumulatief preferent aandelenkapitaal georganiseerd op het niveau van Stadion Feijenoord N.V., die vervolgens als investeerder in de gewone aandelen en cumulatief preferente aandelen van Nieuw Stadion B.V. optreedt. De cumulatief preferente aandeelhouders en vreemd vermogen verschaffers krijgen geen directe zeggenschap in de onderneming.

De investeringen worden voor zover mogelijk eerst gefinancierd met eigen vermogen, bestaande uit cumulatief preferent aandelenkapitaal en gewoon aandelenkapitaal. De hoeveelheid eigen vermogen is in de business case zodanig bepaald, dat de verhouding vreemd vermogen / totaal vermogen op de balans van Nieuw Stadion B.V. nooit groter is dan 60%.

De doelstelling is om zo vroeg mogelijk in de bouwfase commitment te krijgen voor cumulatief preferent aandelenkapitaal en zodoende het dividendrendement op de cumulatief preferente aandelen tijdig voor de hele periode vast te leggen, waarmee zoveel mogelijk gebruik gemaakt wordt van de huidige, lage rentestand. In de business case wordt op de cumulatief preferente aandelen een jaarlijks cumulatief preferent dividend uitgekeerd. Het preferente dividend wordt vanaf het moment van inbrengen, dus reeds in de bouwfase, betaald.

De grond onder het nieuwe stadion wordt door Nieuw Stadion B.V. in erfpacht verkregen op het moment dat de bouw begint (medio 2019). De jaarlijkse erfpachtcanon bedraagt vanaf dat moment 3,3% (conform geldend gemeentelijk beleid in 2016) over de grondwaarde.

Vervolgens wordt in de base case gewoon aandelenkapitaal aangetrokken. Hoewel de daadwerkelijke cash investering op gewoon aandelenkapitaal in de structuur volgens de business case pas vanaf medio 2019 nodig is, zal het commitment voor deze investering, evenals de andere vermogenscomponenten, op het moment van financiële closing afgegeven moeten zijn om aan alle betrokken partijen de zekerheid te bieden dat er voldoende middelen beschikbaar zijn om de Bouwfase te voltooien. Op de gewone aandelen wordt jaarlijks een dividend uitgekeerd indien en voor zover de vrij uitkeerbare reserves (incl. resultaat boekjaar), de beschikbare kasmiddelen en de financiële convenanten (VV/TV en netto schuld / EBITDA) dat toelaten en daarnaast rekening houdend met de dotatie aan de herinvesteringsreserve. De Service VOF deelt met haar resultaatafhankelijke prestatievergoeding mee in het voor uitkering beschikbare bedrag op het niveau van de gewone aandeelhouders.

Nadat het eigen vermogen is aangetrokken, wordt de resterende financieringsbehoefte tijdens de Bouwfase ingevuld middels een tijdelijke bouwfinanciering met opgerolde cumulatieve rente die tijdens de looptijd (twee jaar voorafgaand aan opening in de Bouwfase) wordt bijgeschreven op de hoofdsom.

Bovenop de verwachte kapitaalsbehoefte van EUR 423 mln. in de base case wordt aan investeerders en financiers op financiële closing een additioneel commitment gevraagd (waarbij de inbreng van de gemeente gemaximeerd is op €40 miljoen). Het aanvullende commitment betreft een 'weerstandsbudget' dat alleen wordt aangesproken om de voortgang van het project niet in gevaar te brengen indien het gebudgetteerde investeringsniveau ondanks alle voorzorgsmaatregelen hoger uitvalt dan geraamd.

Het eigen vermogen (gewone aandelenkapitaal en cumulatief preferent aandelenkapitaal) rolt geheel door in de Exploitatiefase. Op het moment dat het stadion gereed is en de exploitatie start, wordt de bouwfinanciering inclusief geaccumuleerde rente geheel afgelost en geherfinancierd.

4.3 Financieringskosten

Voorgaande leidt tot onderstaande overzicht, waarin staat vermeld is welke vermogenstitels zijn verondersteld in de business case en met welke looptijden, aflossingsverplichtingen en rendementen.

Assumpties financiering base case				
	Type	Periode	Looptijd	Aflossing
Bouwfinanciering	Bouwfaciliteit	2020-2022	2 jaar	Bullet
Vreemd vermogen tranche 1	Hypothecair	2022-2042	15 + 15 jaar	Lineair 30 jaar
Vreemd vermogen tranche 2	Hypothecair	2022-2052	10 + 10 jaar	Lineair 20 jaar
Cum. preferente aandelen		>2018	nvt	nvt
Gewone aandelen		>2018	nvt	nvt

Figuur 3: Aannames vermogenstitels en kenmerken base case

Op de gewone aandelen wordt in de base case een rendement (totale IRR) behaald, voldoende om aan de gemiddelde rendementseis van de investeerders in gewone aandelen te kunnen voldoen. Het is mogelijk dat in de nadere uitwerking van de financiële structuur binnen de gewone aandelen een nadere differentiatie zal worden aangebracht in verschillende soorten aandelen met elk een specifiek risico – rendementprofiel, om tegemoet te komen aan de specifiekere risico – rendementseisen van de investeerders in deze tranche.

4.4 Waterval Nieuw Stadion B.V.

Alle opbrengsten van de exploitatie van het nieuwe stadion worden de facto ontvangen door Nieuw Stadion B.V. Uit deze opbrengsten worden de operationele uitgaven betaald, evenals de handling fee en de vaste compensatiebijdrage aan de Service VOF en vennootschapsbelasting. De kasstroom die resteert komt als een waterval toe aan de financiers en investeerders. De hogere, minder risicovolle tranches ontvangen als eerste rente en aflossing. De investeerders in de laagste tranche (gewone aandelen) krijgen als laatste betaald. Hoe lager de tranche, hoe hoger het risico en de verwachte rendementseis.

Uit de opbrengsten van Nieuw Stadion B.V. worden eerst de operationele uitgaven gedaan, inclusief een handling fee aan de Service VOF ter dekking van de in de VOF gemaakte kosten en een vaste compensatiebijdrage aan de Service VOF. Ook vennootschapsbelasting wordt voldaan. Wat resteert, is de kasstroom die beschikbaar is voor het bedienen van de financiers en investeerders.

1. Als eerste delen de vreemd vermogensverschaffers in deze kasstroom, zij ontvangen rente en aflossing. Vreemd vermogensverschaffers ontlenen dus hun zekerheid aan de totale operationele kasstroom, maar bovendien ook nog aan financiële convenanten, die zij stellen om de continuïteit van de onderneming te waarborgen en voldoende financiële reserves binnen de onderneming te houden. Gangbare bancaire ratio's zijn de solvabiliteit en de netto schuld / EBITDA ratio, waarbij in de business case is aangenomen is dat de hoeveelheid rentedragend vreemd vermogen op de balans, ten opzichte van het balanstotaal ten hoogste 60% mag zijn en de netto schuld / EBITDA ratio kleiner dan 5 dient te zijn en te blijven.
2. Wat resteert is de kasstroom beschikbaar voor het bedienen van eigen vermogen. Op dit niveau delen eerst de cumulatief preferente aandeelhouders mee. Cumulatief preferente aandeelhouders krijgen in beginsel geen zeggenschap, maar zij ontvangen een vast periodiek dividend, voordat dividend uitgekeerd kan worden op gewone aandelen. Als in een bepaalde periode onvoldoende ruimte is om dividend uit te keren, dan wordt het gemiste dividend

gecumuleerd en alsnog uitgekeerd zodra daarvoor de financiële ruimte is, voordat reguliere aandeelhouders een dividend ontvangen.

Het cumulatief preferente dividend is achtergesteld aan rente en aflossing op de hypothecaire lening, maar gaat voor op dividenuitkering aan gewone aandelen. Daardoor zijn zij zekerder van een rendement. Zij ontvangen cumulatief preferent dividend, indien en voor zover er sprake is van:

- Voldoende liquide middelen om uit te keren;
- Voldoende vrij uitkeerbare reserves;
- Het niet overschrijden van afgesproken financiële ratio's.

3. Wat resteert is de kasstroom beschikbaar voor het vormen van een herinvesteringsreserve, het bedienen van gewone aandeelhouders en het uitkeren van een resultaatafhankelijke prestatievergoeding aan de Service VOF. Nadat alle verplichtingen aan andere financiers en investeerders zijn voldaan, en voor zover de vrij uitkeerbare reserves (incl. resultaat boekjaar), beschikbare kaspositie en financiële convenanten dat toelaten, gebruikt Nieuw Stadion B.V. de overgebleven beschikbare middelen in een vaste verhouding voor:

- Een dotatie aan de herinvesteringsreserve;
- Dividenuitkering aan de gewone aandeelhouders (50%);
- Resultaatafhankelijke prestatievergoeding aan de Service VOF (50%),

Stadion Feijenoord NV deelt onder in de waterval mee in het gewone dividend als investeerder in gewone aandelen en bouwt een waarde component op in Nieuw Stadion BV. Figuur 4 in paragraaf 4.5 toont de waterval van Nieuw Stadion B.V. samen met de waterval van Service VOF.

4.5 Waterval Service VOF

Boven in de waterval van de Service VOF komen de inkomsten vanuit Nieuw Stadion B.V. binnen. De Service VOF ontvangt van Nieuw Stadion B.V. de volgende drie inkomstenstromen: De vaste handling fee ter dekking van de kosten die op het niveau van Nieuw Stadion B.V. worden gemaakt, plus een zakelijke winstmarge;

- De vaste compensatiebijdrage die wordt betaald als vergoeding voor het leveren van inhoud (Feyenoord wedstrijden);
- De resultaatafhankelijke prestatievergoeding.

De uitgaven van de Service VOF bestaan met name uit personeelskosten en commerciële uitgaven. Deze uitgaven worden geheel gedekt door de handling fee. De Service VOF behaalt derhalve een resultaat dat bestaat uit de marge op de handling fee, de vaste compensatievergoeding en de prestatievergoeding. Dit betekent feitelijk dat het resultaat van de Service VOF bestaat uit een zekere component (de marge op de handling fee en de vaste compensatievergoeding) en een variabele component (de prestatievergoeding).

De Service VOF streeft – binnen de operationele en wettelijke mogelijkheden – naar een optimale uitkering van het resultaat in een vaste verhouding naar haar vennoten, zijnde Feyenoord Rotterdam NV en Nieuw Stadion BV (via een tussen-BV). De business case gaat nu uit van een uitkering in de verhouding 95% voor Feyenoord Rotterdam NV en 5% voor Nieuw Stadion BV.

Deze verdeling zal uiterlijk definitief worden vastgesteld op het moment van financiële closing. Het resultaattaandeel van Nieuw Stadion B.V. loopt weer boven de waterval van Nieuw Stadion B.V. mee en wordt daarmee toegevoegd aan de kasstroom die beschikbaar is ter dekking van uitgaven en voor de volgende periode.

Waterval Nieuw Stadion BV	Base Case
Opbrengsten operatie	tickets, units, seats, horeca, overig
Aandeel resultaat Service VOF	5% van resultaat VOF in voorgaande periode
- Operationele uitgaven	
- Handling fee	naar Service VOF als inkomsten (en via VOF gaat de marge voor 95% als resultaatuitkering naar BVO)
- Vaste compensatiebijdrage	naar Service VOF als inkomsten (en via VOF gaat 95% als resultaatuitkering naar BVO)
- Vennootschapsbelasting	
Kasstroom beschikbaar voor reservering onderhoud, financiers en investeerders	
- Rente op hypothecaire leningen	naar verschaffers hypothecaire leningen
- Aflossing op hypothecaire leningen	naar verschaffers hypothecaire leningen
Kasstroom beschikbaar voor reservering onderhoud en investeerders	
- Dividend cumulatief preferente aandelen	naar (cumulatief) preferente aandeelhouders (via Stadion Feijenoord NV)
Kasstroom beschikbaar voor reservering onderhoud, gewone aandelen en prestatievergoeding	
- Reservering onderhoud	
Kasstroom beschikbaar voor gewone aandelen en prestatievergoeding	
- Dividend gewone aandelen	naar gewone aandeelhouders (via Stadion Feijenoord NV)
- Resultaatafhankelijke prestatievergoeding	naar Service VOF als inkomsten (en via VOF gaat 95% als resultaatuitkering naar BVO)
Toevoeging aan kas	uitgangspunt is maximale uitkering binnen grenzen kaspositie en vrij uitkeerbare reserves

Waterval Service VOF	
Handling fee	kostendekkend voor operationele uitgaven + marge 10%
Vaste compensatiebijdrage	
Resultaatafhankelijke prestatievergoeding	feitelijke uitbetaling in jaar t+1 (modelmatig in base case)
- Operationele uitgaven (kostprijs handling)	
Kasstroom beschikbaar voor vennoten	
- Aandeel resultaat Nieuw Stadion BV	5% van resultaat naar Nieuw Stadion BV
- Aandeel resultaat Feyenoord Rotterdam NV	95% van resultaat naar BVO
Toevoeging aan kas	uitgangspunt is maximale uitkering binnen grenzen van beschikbare kaspositie

Figuur 4: Waterval Nieuw Stadion B.V. en Service VOF in een regulier jaar (voorbeeld o.b.v. 2024-2025)