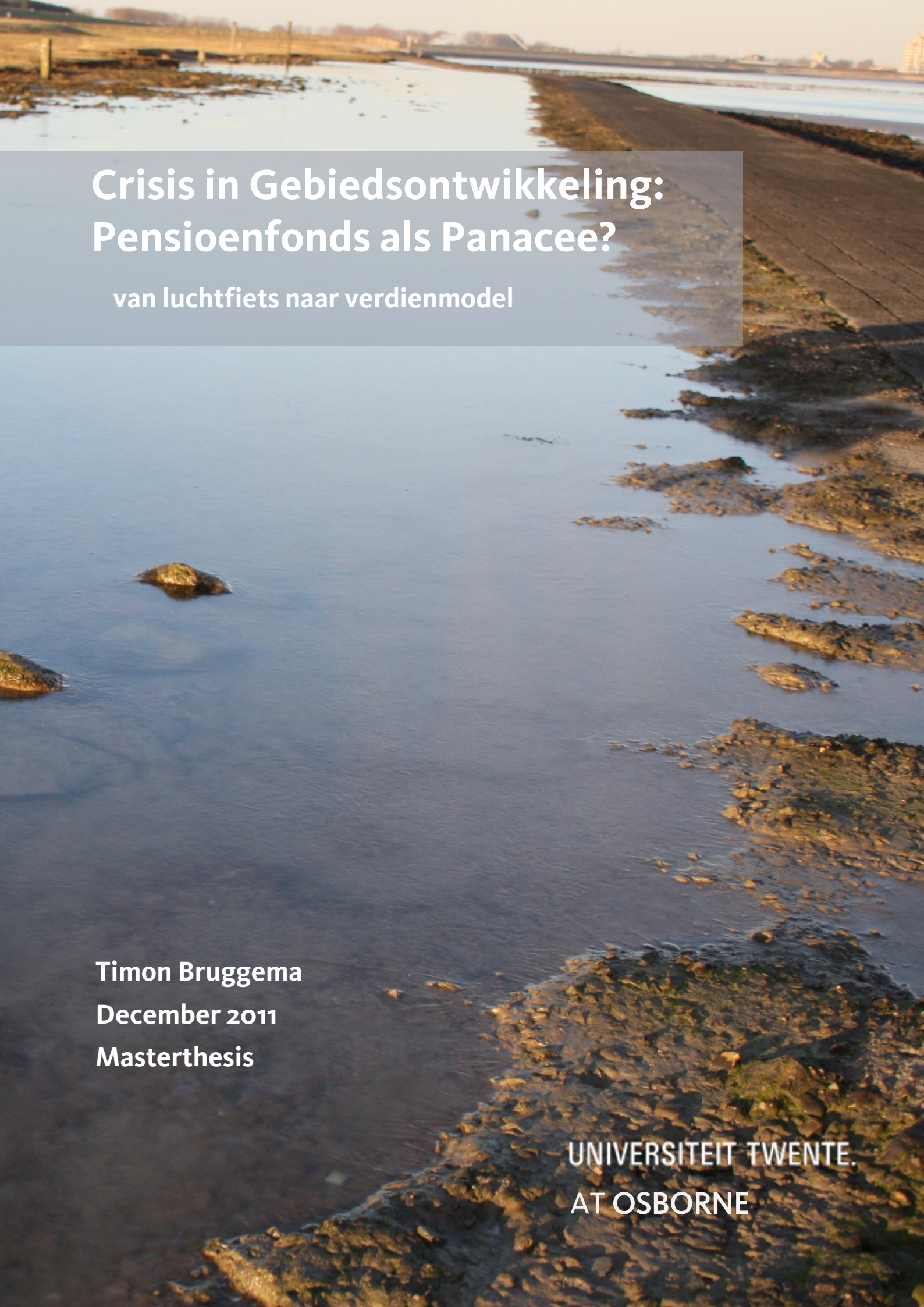




Crisis in Gebiedsontwikkeling: Pensioenfonds als Panacee?

van luchtfiets naar verdienmodel

Timon Bruggema

December 2011

Masterthesis

**UNIVERSITEIT TWENTE.
AT OSBORNE**

Crisis in Gebiedsontwikkeling: Pensioenfonds als Panacee?

van luchtfiets naar verdienmodel

UNIVERSITEIT TWENTE.



AT OSBORNE

CONSULTANTS & MANAGERS

Onderwijsinstelling:	Universiteit Twente Faculteit Construerende Technische Wetenschappen Master Construction Management & Engineering Drienerlolaan 5 7522 NB Enschede www.utwente.nl/cme
Afstudeercommissie:	Prof. dr. G. (Geert) P.M.R. Dewulf M. (Marlijn) Y. Baarveld MSc.
Opdrachtgever:	AT Osborne B.V. J.F. Kennedylaan 100 3740 AD Baarn www.atosborne.nl
Begeleiders:	Ir. A. (Alexander) R. Schütte Ir. Drs. J. (Joost) G. van Blokland
Auteur:	T. (Timon) M. Bruggema BSc. Studentnummer 0123110 Fregatstraat 97 3534 RC Utrecht timonbruggema@gmail.com
Datum:	December 2011
Projectperiode:	Maart 2011 – December 2011

"It never ceases to amaze me that people – when push comes to shove – haven't taken the time to really understand where the other is coming from and what's really driving them. It's still 'your grandpappy did it to my grandpappy' – and they're so fixated [on that]. They identify themselves so much in the history and the bad situation, the bad relationships, that they can't see beyond it – and that's the challenge that I see that really gets me reinvigorated; that there is a way beyond it."

Bill Diepeveen, 2005, in Forester, 2006

Samenvatting

Gebiedsontwikkeling verkeert in zwaar weer als gevolg van de financiële crisis. Waar voor de crisis nog een positief rendement werd behaald door gemeente, ontwikkelaar en belegger, komen projecten nu nauwelijks van de grond. Gebiedsontwikkeling stagneert. Het traditionele verdienmodel waarin grond-, bouw- en vastgoedexploitatie na elkaar door de verschillende partijen werden uitgevoerd, voldoet niet meer. Gemeenten in Nederland verliezen hierdoor een belangrijk instrument om te sturen op ruimtelijke kwaliteit en adequate huisvesting.

Ook pensioenfondsen worden getroffen door de financiële crisis. Door middel van rigoureuze maatregelen proberen zij hun dekkingsgraden te halen. Om voldoende rendement op hun vermogen te realiseren, zijn ze op zoek naar beleggingsmogelijkheden die passen bij het gewenste risico/rendementsprofiel. Tijdens deze crisis krijgen ze veel politieke aandacht, met als veelgehoord credo dat pensioenfondsen moeten beleggen in Nederland om zo de economie te stimuleren. Op welke manier dit zou moeten gebeuren, wordt echter nauwelijks besproken.

Dit onderzoek richt zich daarom op het doen van aanbevelingen aan gemeenten over hoe pensioenfondsen betrokken kunnen worden in gebiedsontwikkeling om zo stagnatie te doorbreken.

Probleemstelling

Hoe kunnen pensioenfondsen als belegger betrokken worden in gebiedsontwikkeling om te komen tot een door de crisis noodzakelijk nieuw verdienmodel voor gebiedsontwikkeling?

Theorie

Dit onderzoek richt zich op de initiatieffase van een samenwerking tussen gemeente en pensioenfonds, resulterend in een gezamenlijke intentieovereenkomst. In deze overeenkomst worden de belangrijkste uitgangspunten voor samenwerking vastgelegd. Wanneer pensioenfondsen gaan beleggen in gebiedsontwikkeling is een belangrijk deel van de inhoud van de intentieovereenkomst welke voorwaarden zij stellen aan een potentiële belegging. Dit is het onderwerp van onderzoek in deze studie. Hiernaast is onderzocht welke succesfactoren het proces van de initiatieffase van een samenwerking beïnvloeden.

Voorwaarden voor beleggen

Pensioenfondsen hebben de taak hun klanten te voorzien in een toereikend pensioen. Hiervoor laten pensioenfondsen het periodiek ingelegde vermogen groeien. Dit doen zij door het vermogen te beleggen. Vanwege hun verplichtingen zijn pensioenfondsen gericht op lange termijn rendement met een laag risicoprofiel.

De basis van beleggingstheorie (moderne portefeuilletheorie) komt neer op 'synergie door diversificatie'. Samengevat betekent dit dat risicodemping optreedt wanneer vermogen gespreid wordt belegd. Spreiding ontstaat door te beleggen in verschillende beleggingscategorieën, waaronder vastgoed. Om het vereiste rendement van een belegging te bepalen, wordt het risico van de belegging vergeleken met het gemiddelde risico in de markt (met het *Capital Asset Pricing Model*).

Vastgoed is een van de belangrijkste waardemakers in gebiedsontwikkeling. Daarom zijn vanuit de literatuur factoren geformuleerd die van belang zijn bij de risicobepaling van een vastgoedobject en dus bij het selecteren van een vastgoedbelegging. Deze factoren dienen als basis voor voorwaarden voor het beleggen in gebiedsontwikkeling.

Succesfactoren voor samenwerken in de initiatieffase

Van Bortel et al. (2007) stellen dat gebiedsontwikkeling, vanwege zijn complexiteit, alleen kan plaatsvinden wanneer meerdere actoren samen actie ondernemen. Dit onderzoek omschrijft de praktijk van gebiedsontwikkeling daarom als een netwerk: “een aantal actoren met verschillende doelen en belangen en verschillende middelen, die van elkaar afhankelijk zijn voor de realisatie van hun doelen” (De Bruijn & Ten Heuvelhof, 2008).

Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling beschrijft het financiële verloop van gebiedsontwikkeling. Hierin wordt door middel van samenwerking tussen partijen geprobeerd waarde te creëren en te verdelen. Dit wordt beschreven in *negotiation theory* (Yousefi et al., 2007).

Vanuit de netwerktheorie, *negotiation theory*, en toepassing van beide in de gebiedsontwikkelingsliteratuur zijn succesvoorwaarden geformuleerd voor de initiatieffase van een samenwerking. Deze worden ook geoperationaliseerd voor gebruik in de praktijk.

Methode

Het onderzoek is uitgevoerd bij AT Osborne, een advies- en managementbureau in Baarn dat ruimtelijke vraagstukken oplost. Zij is benaderd omdat ze veelvuldig optreedt als adviseur van een veelheid aan gemeenten. Het onderzoek is ontworpen volgens de *Business Problem Solving* methode van Van Aken (2007). Dataverzameling heeft plaatsgevonden door middel van interviews met pensioenfondsen en ontwikkelaars, expertmeetings met adviseurs van gemeenten en een casestudy.

Conclusies

Problemen in gebiedsontwikkeling

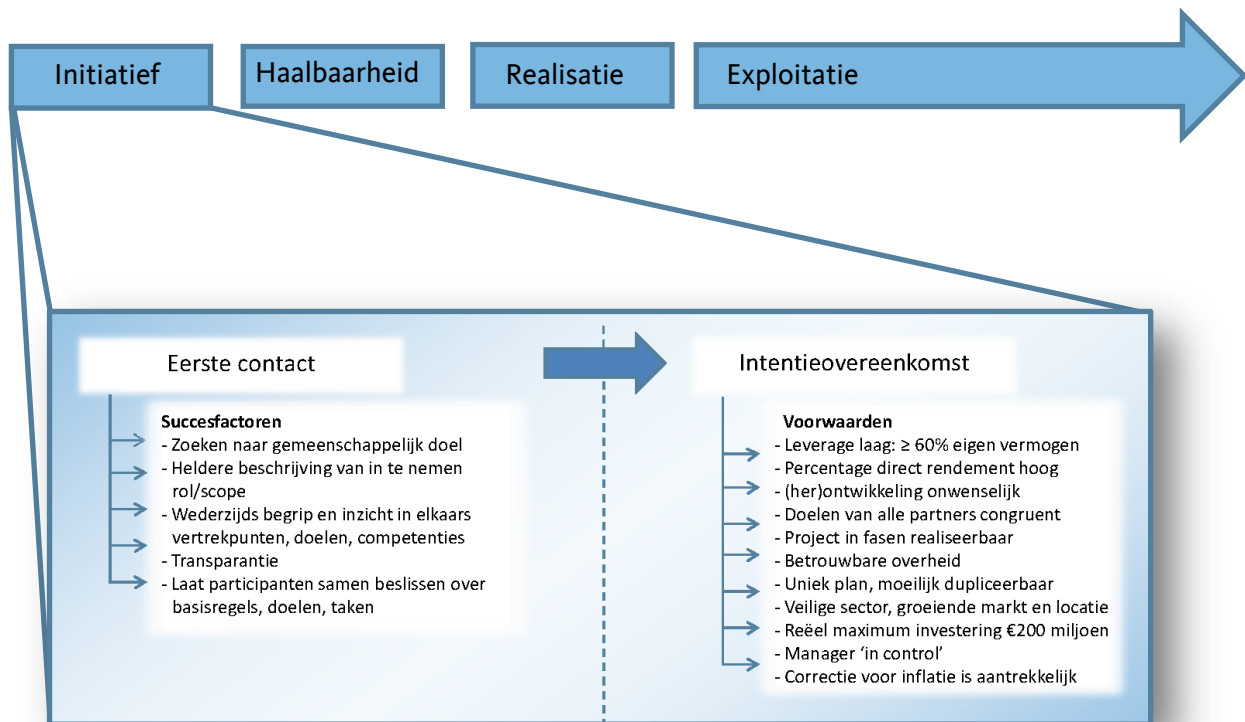
De financiële crisis katalyseert verandering in de praktijk van gebiedsontwikkeling, samengevat door Van Delden (2011) in de volgende punten (en onderschreven in gehouden interviews).

- Vraaguitval in de woningbouw door sterk toegenomen onzekerheden voor kopers;
- Terughoudendere opstelling van financiers, vereiste voorverkooppercentages stijgen;
- Waardering van grond en vastgoed onder druk, boekwaardes zijn veel hoger dan de marktwaarde;
- Toenemende financierings-/liquiditeitsproblemen bij bijvoorbeeld gemeenten en ontwikkelaars door onder andere een waardedaling van verworven gronden.

Dit leidt tot een terugval van de productie van vastgoed, vastgoedinvesteringen en werkgelegenheid, waardoor woningbouw en gebiedsontwikkeling stagneren en de woningmarkt op slot zit. Boudewijn en Franzen geven aan dat samenwerken en denken vanuit de hele waardeketen cruciaal is om de stagnatie te doorbreken (Bijsterveld et al, 2011). Het eerder betrekken van een belegger (specifiek: pensioenfonds) sluit hierbij aan.

Factoren met invloed op de initiatieffase van samenwerken met een pensioenfonds

Dit onderzoek beschouwt de initiatieffase van samenwerken tussen een gemeente en een pensioenfonds. Hierbij zijn succesfactoren voor het proces van de initiatieffase geformuleerd. Wanneer rekening wordt gehouden met deze succesfactoren is de kans groter dat een intentieovereenkomst wordt getekend. Pensioenfondsen stellen voorwaarden aan de objecten waarin zij beleggen. De voorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling vormen de inhoud van de intentieovereenkomst. De succesfactoren en voorwaarden komen samen in het volgende model. Dit model geeft gemeenten een leidraad in het samenwerken met pensioenfondsen.



Figuur 1: Model voor de initiatieffase van beleggen in gebiedsontwikkeling

De succesfactoren uit het model zijn in dit onderzoek geoperationaliseerd zodat ze bruikbaar worden in de praktijk. De voorwaarden voor beleggen zijn gebruikt als ontwerpvoorwaarden voor een manier waarop pensioenfondsen kunnen beleggen in gebiedsontwikkeling.

Nieuw verdienmodel: beleggen in een semi-open-end gebiedsexploitatiefonds

De problemen in gebiedsontwikkeling vragen om integrale samenwerking tussen partijen en het mobiliseren van een nieuwe geldstroom. Dit wordt bereikt door het ontwerp van een (*semi-open-end*) gebiedsexploitatiefonds. Dit fonds is gericht op een specifiek gebied. In het fonds leggen verschillende partijen gronden of kapitaal in. Zij krijgen hier aandelen voor terug, die later recht geven op dividend. Zo wordt het mogelijk te beleggen in gebiedsontwikkeling. Op deze manier blijft de integraliteit van het gebiedsontwerp behouden. Ook kan door het fonds invloed uitgeoefend worden op de omgeving, die de waarde van objecten mede bepaalt. Dit is niet mogelijk bij beleggen in objecten.

Het fonds richt zich op het (her)ontwikkelen en langjarig exploiteren van een gebied, waarbij (een deel van) het bestaande vastgoed al een huurstroom genereert. Doordat gefaseerd wordt (her)ontwikkeld zal er altijd een bestaande huurstroom zijn, die groeit bij elk nieuw verhuurd object.

Het fonds geeft aandelen uit en meerdere partijen kunnen participeren. Bij gefaseerde inleg wordt het gebied gefaseerd gekocht. De inleg zorgt voor het benodigde eigen vermogen (minimaal 60%). Dit zorgt er ook voor dat vreemd vermogen toegezegd wordt vanuit banken.

Het fonds komt tot stand in samenwerking met de betreffende gemeente(n) en de fondsmanager. Omdat de gemeente betrokken is bij de opzet en baat heeft bij de langjarige exploitatie, kunnen de verwachtingen bijgesteld worden wat betreft winsten uit de grondexploitatie en kunnen ook langjarige afspraken worden gemaakt.

Het fonds bevat vastgoed én alle gronden, inclusief de openbare ruimte. Het fonds voorziet in parkmanagement om deze te onderhouden. Door het opnemen van verschillende functies (wonen, winkelen, etc.) wordt deels voorzien in correctie voor inflatie. De fondsmanager wordt aangesteld in samspraak met alle aandeelhouders.

Zo ontstaat een mogelijkheid tot beleggen in gebiedsontwikkeling die gefaseerd wordt opgezet, waardoor heel bewust wordt omgegaan met ontwikkelrisico's; *leverage* blijft laag en er is altijd sprake van een belangrijk aandeel direct rendement. Doordat integraal ontworpen, ontwikkeld en geëxploiteerd wordt, treedt er geen strategisch gedrag op tussen de verschillende partijen die actief zijn in deze fasen. Hierdoor kan de ontwikkeling zich volledig richten op het creëren van meerwaarde. Wanneer gezorgd wordt dat altijd vijftig procent van het fonds bestaat uit objecten die al een huurstroom realiseren, blijft het risico van het fonds beperkt (*value added*), waardoor het aantrekkelijk is voor pensioenfondsen.

Aanbevelingen aan gemeenten

Het gepresenteerde fonds maakt het mogelijk voor pensioenfondsen om te beleggen in gebiedsontwikkeling en -exploitatie. Door dit ontwerp worden er nieuwe geldstromen en nieuwe beleggers gemobiliseerd in gebiedsontwikkeling, waardoor de stagnatie doorbroken kan worden. Een nadeel van het ontwerp is dat het vernieuwing vraagt van een doorgaans risico-averse belegger. Hieruit volgen een viertal aanbevelingen aan gemeenten, de probleemhebber in dit onderzoek.

- Zorg voor inzicht in de werkwijze en strategie van pensioenfondsen;
- Zie mogelijkheden in plaats van belemmeringen bij een vernieuwende gebiedsontwikkeling;
- Zorg voor bestuurlijke luwte;
- Start een landelijk gecoördineerde pilot met een gebiedsexploitatiefonds.

Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

De aanbevelingen voor vervolgonderzoek richten zich op twee thema's: succesfactoren en de werking en waardeontwikkeling van een integraal gebied. Op beide thema's ziet de onderzoeker hiaten in de bestaande literatuur. Dit wordt opgesomd in het volgende.

- Onderzoek de praktische bruikbaarheid van succesfactoren;
- Specificeer succesfactoren naar de fase waarin ze toegepast moeten worden;

- Onderzoek vormen waarin koopwoningen kunnen bestaan binnen een gebiedsexploitatiefonds;
- Onderzoek de waardeontwikkeling van een integraal ontwikkeld en beheerd gebied;
- Onderzoek het effect van het opknippen van een integraal ontwikkeld gebied in verschillende beleggingsobjecten.

Summary

Area development in the Netherlands is experiencing serious difficulties as a result of the financial crisis. Before the crisis, municipality, developer and investor had a positive return on investment. Currently, new developments hardly even get started. Urban development is stagnating. The traditional revenue model, existing of the subsequent activities of land development, real estate development and real estate operation, does not function any more. Municipalities in the Netherlands therefore loose an important instrument in influencing the spatial quality and adequate housing.

Pension funds are also hit by the crisis. They try to meet their coverage ratios while using rigorous measures. To make sufficient earnings on their investments, they seek for investment opportunities that fit their desired risk/return profile. During the crisis, pension funds get a lot of political attention and it is often stated that Dutch pension funds should invest their capital inside the Netherlands. Through this the Dutch economy will be stimulated. It is not stated though, how this should be done.

Therefore, this research aims to make recommendations to municipalities about how pension funds can be involved in area development in order to break the stagnation.

Problem statement

How can pension funds get involved as investors in area development to develop a new revenue model for area development?

Theory

This research focuses on the initiation phase of cooperation between municipality and pension fund, resulting in a joint letter of intent. In this letter of intent the most important starting points for cooperation are captured. When pension funds invest in area development, an important part of the content of this letter of intent is their conditions for a potential investment. These conditions are subjects of research. Also the success factors that influence the process of cooperation in the initiation phase are researched.

Conditions for investing

Pension funds have the task to provide their clients with a sufficient pension. To do this, pension funds make the total deposit of their clients grow. They do this by investing the total capital. Because of their liabilities pension funds are directed at return on their investment in the long run and with a low risk profile.

The basic principle of investment theory (modern portfolio theory) is 'synergy through diversification'. In short, this means that there is reduction of risk when total capital is invested in various asset classes; an example of this is real estate. To determine the required return on investment, the risk of an investment is compared to the average market risk (by using the capital asset pricing model).

Real estate is one of the most important disciplines that add value in area development. Therefore, the factors that determine the risk of a real estate asset are formulated using literature. These factors are important for selecting a property investment and they serve as the base for the conditions for investing in area development.

Success factors for cooperation in the initiation phase

Van Bortel et al. (2007) state that because of its complexity, area development can only take place when various actors take joint action. Accordingly, this research describes the practice of area development as a network: “a number of actors with different goals and interests and different resources, who depend on each other for the realization of their goals” (De Bruijn & Ten Heuvelhof, 2008).

The revenue model of area development describes the financial course of area development. Through cooperation, actors attempt to create and claim value in this model. This is described using negotiation theory (Yousefi et al., 2007).

Using network theory, negotiation theory and area development literature (that applies these theories), success factors for the initiation phase of cooperation are formulated. These are also operationalized to be used in practice.

Research Method

This research is carried out at AT Osborne, a management- and consultancy agency in Baarn that solves spatial problems. The reason for choosing this agency, while conducting this research, is because it frequently advises various municipalities. This research was designed using the Business Problem Solving method of Van Aken (2007). Data collection was achieved through interviews with pension funds and developers, expert meetings with consultants of municipalities and through a case study.

Conclusions

Problems in area development

The financial crisis catalyzes change in the practice of area development, summarized by Van Delden (2011) in the following (and confirmed by the interviews).

- Drop in demand in the housing construction through strongly increased uncertainties for buyers;
- Restrained attitude of financiers, demanded presale percentages rise;
- Appreciation of ground and property declines, book values are higher than market value;
- Increasing financial and liquidity problems at, for example, municipalities and developers because of a decline in value of acquired lands, among other things.

All this leads to a decline in the production of real estate, real estate investments and employment. Subsequently, housing construction and area development stagnate and movement in the housing market stops. Boudewijn and Franzen state that cooperation and thinking in terms of the whole value chain is crucial to break this stagnation (Bijsterveld et al, 2011). Through this, it is plausible to argue for the involvement of investors (and more specific: pension funds) early in the process.

Factors influencing the initiation phase of cooperation with a pension fund

This research is aimed at the initiation phase of cooperation between a municipality and a pension fund. To achieve this, success factors for the process of the initiation phase are formulated. If these success factors are considered during the process, the chance for signing a letter of intent is higher. Pension funds have conditions for the objects they invest in. These conditions for investing in area development are part of the content of the letter of intent. The success factors and conditions for investing are combined in the following model. This model can be used by municipalities as a guide through the cooperation with pension funds.

The success factors in the model are operationalized in this research in order to make them applicable in practice. The conditions for investing are used as design conditions for a way for pension funds to invest in area development.

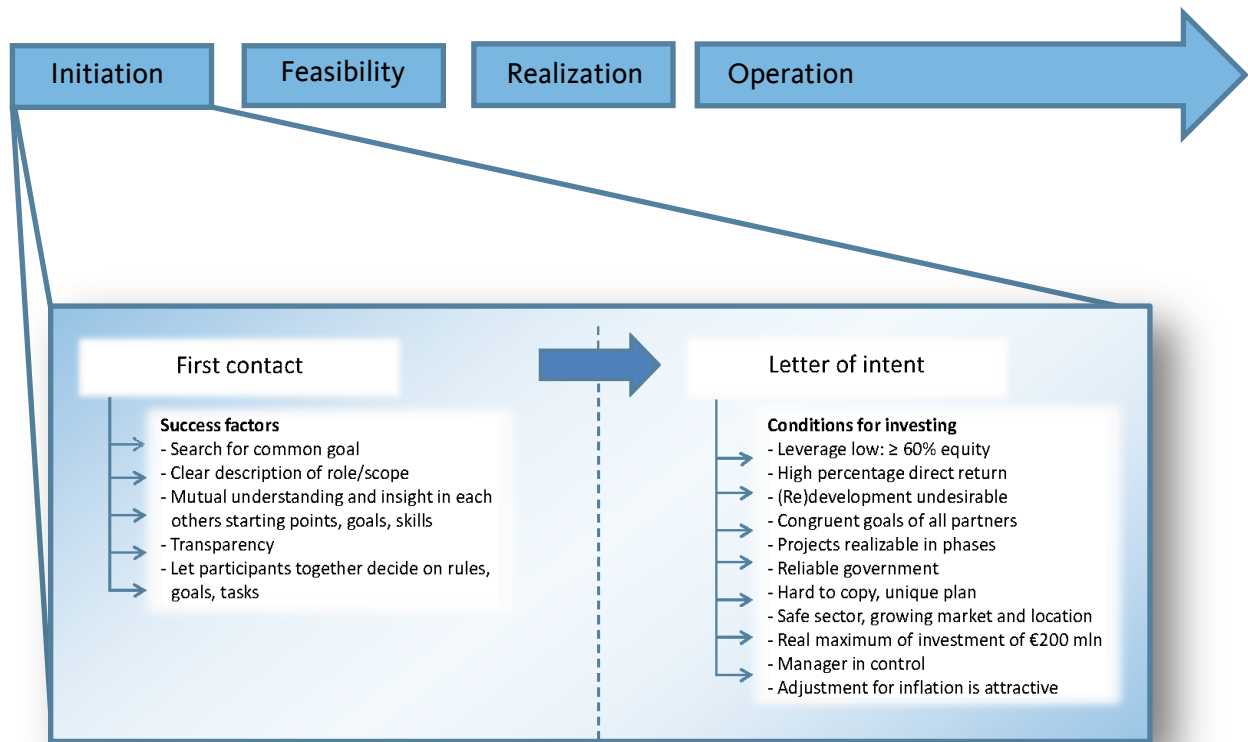


Figure I: Model for the initiation phase of investing in area development

New revenue model: investing in a semi-open-end area development fund

The problems in area development demand an integral cooperation between parties to mobilize a new cash flow. This is achieved through the design of a (semi-open-ended) area development fund. This fund is aimed at a demarcated area. Various parties make deposits in this fund (land or capital). They get shares in return that give them the right to dividends of that area. Accordingly, it becomes possible to invest in area development while the integral area design remains intact. The fund is able to control the quality of an area which is an important value determinant for real estate objects. This is not possible with investment in real estate objects.

The fund aims at the (re)development and long term operation of an area, in which (a part of) the existing real estate already generates a rent flow. By conducting the development in phases, the rent flow grows by every new let property.

The fund issues shares whereby multiple parties can participate. When the shareholders invest in phases, it becomes possible that the area is bought in phases as well. The investment of shareholders serves as the needed equity (min 60%). This also enables the fund to get loans from banks.

The fund originates through cooperation between the involved municipality and the fund manager. Because the municipality is involved in the startup and benefits from the long term operation, the expectations from the municipality can be adjusted regarding the benefits from the land development. Therefore, long term appointments can be made.

The fund involves the real estate and all land, including public space. The fund provides park management to maintain the area. Because several functions (housing, shopping, etc.) are included, there will be a partial inflation adjustment.

The fund manager is appointed in consultation with all the shareholders.

Through all of this, an opportunity arises to invest in area development, which is created in phases so that the development risks are consciously dealt with. Leverage stays low and direct return (from rent) is an important part of the total return. Because of its integral design, development and operation, there will be no strategic behavior of the various parties involved in these phases. Because of this, the development can fully aim at value creation. If fifty percent of the fund exists of objects that already generate a cash flow from rent at all times, the risk of the fund is limited (value added). In this way the fund will be attractive for pension funds.

Recommendations for municipalities

The fund presented above gives pension funds the opportunity to invest in area development and operation. In doing so, new cash flows and new investors are mobilized in area development, through which stagnation can be overcome. A disadvantage of the design is that it requests innovation from a usually risk-averse investor. From this, four recommendations are done to municipalities, the problem owner in this research.

- Get insight in the methods and strategy of pension funds;
- See possibilities instead of barriers while conducting an innovative area development;
- Provide administrative lee;
- Start a countrywide coordinated pilot for an area development fund.

Recommendations for further research

The recommendations for further research aim at two themes: success factors and the value development of an integral area. In both themes the researcher sees gaps in the existing literature.

- Research the practical application of success factors;
- Specify success factors according to the phase wherein they should be applied;
- Research various forms in which the selling of houses can exist within an area development fund;
- Research the development of value of an integral developed and operated area;
- Research the effect of dividing an integral developed area in several investment objects.

Voorwoord

“Voor ieder ingewikkeld probleem bestaat een eenvoudige oplossing, en die is fout.”

Umberto Eco, uit: De slinger van Foucault

Dit onderzoek vormt het einde van mijn studie Civiele Techniek in Enschede. Al bij de open dag van de bachelor vond ik gebiedsontwikkeling interessant, nu zo’n zeven jaar geleden. We moesten een oplossing bedenken voor het hoogwaterprobleem in Nijmegen, de stad waar ik mijn middelbare schooltijd heb doorgebracht.

Gebiedsontwikkeling bleef ook mijn aandacht hebben tijdens de master Construction Management & Engineering, eveneens aan Universiteit Twente. Hoe breng je verschillende partijen bij elkaar om gezamenlijk meerwaarde te creëren? Een uitstapje naar Vastgoedkunde aan Rijksuniversiteit Groningen voor de invulling van mijn keuzevakken, gaf me meer inzicht in het hele ontwikkelingsproces.

Helaas lagen de bouw, de ontwikkeling van vastgoed en ook gebiedsontwikkeling toen al stil. De woningmarkt zit op slot en partijen zijn niet meer bereid voor eigen risico te ontwikkelen, want klanten zijn nauwelijks te vinden. Hoe verder?

Het pensioenfonds als panacee, als oplossing voor alles. Het pensioenfonds als geneesmiddel van alle kwalen in gebiedsontwikkeling. Dat klinkt simpelweg geweldig.

Het is alleen niet erg realistisch. In die zin heeft Eco gelijk. Een complex probleem als de crisis in gebiedsontwikkeling laat zich niet oplossen met een paar mooie woorden. Of met het toevoegen van een enkele partij. Dit onderzoek biedt echter wel een nieuwe denkrichting en werkt deze ook praktisch uit. Waardecreatie in gebiedsontwikkeling zit in de integrale aanpak. De kwaliteit die zo wordt gerealiseerd, wordt pas duidelijk op de lange termijn. Ook pensioenfondsen zijn gericht op de lange termijn. Dus kan een match ontstaan. Beleggen in gebiedsontwikkeling is mogelijk als rekening wordt gehouden met de strategie van pensioenfondsen, laat dit onderzoek zien. Ik wens de lezer hier veel leesgenoegen bij.

Ik heb dit onderzoek met veel interesse en plezier uitgevoerd bij AT Osborne in Baarn. Dankbaar ben ik Alexander Schütte en Joost van Blokland voor hun kritisch meedenken. Zij namen daar uitgebreid de tijd voor. Ook dank voor Geert Dewulf en Marlijn Baarveld als begeleiders vanuit de universiteit. Dankzij onze gesprekken heb ik mijn onderzoek gericht en volgens een nette planning kunnen uitvoeren. Natuurlijk ook dank voor alle anderen die hebben meegedacht of tijd maakten voor een interview.

Tenslotte dank voor mijn ouders, voor alles wat jullie mij hebben meegegeven. Ook voor het trouwe mentale en financiële sponsoren tijdens mijn studie. Elst was altijd een prachtige plaats om na een week volop studentenleven even bij te komen en bij te praten, ook samen met mijn Mirjam en Loïs.

Dit onderzoek is een mooie overgang geworden van een geweldige studententijd bij C.S.V. Alpha, heerendispuut KYROS en met vrienden in in het bijzonder Nijmegen, Amsterdam, Groningen en Utrecht, naar een start als adviseur infrastructuur, gebiedsontwikkeling en milieu bij AT Osborne...

Utrecht, 4 december 2011,
Timon Bruggema

Inhoudsopgave

Samenvatting	IV
Summary	IX
Voorwoord	XIII
1 Inleiding	1
1.1 Aanleiding	1
1.2 Probleemverkenning	2
1.2.1 Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling	2
1.2.2 Financiële crisis: het verdienmodel voldoet niet meer	6
1.2.3 Pensioenfondsen	6
1.3 Probleemstelling	8
1.4 Doelstelling	8
1.5 Vraagstelling	8
1.6 Scopebepaling	9
1.7 Leeswijzer	9
2 Theoretisch kader	10
2.1 Definitie van succes	11
2.2 Succesfactoren voor de initiatieffase van samenwerken	11
2.2.1 Netwerkttheorie	12
2.2.2 Negotiation theory	13
2.2.3 Literatuur gebiedsontwikkeling	14
2.2.4 Succesfactoren voor de initiatieffase van samenwerken: conclusie	14
2.3 Voorwaarden voor de intentieovereenkomst	15
2.3.1 Moderne Portefeuille Theorie	15
2.3.2 Sharpe ratio	16
2.3.3 Capital Asset Pricing Model	17
2.3.4 Asset classes	18
2.3.5 Vastgoed als belegging	18
2.3.6 Selectie van het juiste vastgoedobject	19
2.4 Conclusie theoretisch kader	20
3 Methodologie	22
3.1 Onderzoeksfilosofie	22
3.2 Onderzoeksstrategie en dataverzameling	22
3.2.1 Documentstudie	24
3.2.2 Half gestructureerde interviews	24
3.2.3 Focus group/expert meeting	25
3.3 Onderzoeksmodel	25
3.4 Raamwerk dataverzameling	26
3.5 Data analyse	26
4 Data analyse	27
4.1 Analyse van de interviews	27
4.1.1 Respondenten	27
4.1.2 Problemen in gebiedsontwikkeling	29

4.1.3	Beleggen in gebiedsontwikkeling: beleid	30
4.1.4	Beleggen in gebiedsontwikkeling: voorwaarden	32
4.1.5	Beleggen in gebiedsontwikkeling: knelpunten	36
4.1.6	Beleggen in gebiedsontwikkeling: oplossingen/vormen	37
4.1.7	Voordelen van ketenbetrokkenheid in gebiedsontwikkeling	39
4.2	Ontwerpvoorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling	40
4.3	Praktijkcase Park 20 20	41
4.3.1	Inleiding	41
4.3.2	Belangrijke actoren	42
4.3.3	Historie	42
4.3.4	Succesfactoren Park 20 20	43
4.3.5	Verdienmodel Park 20 20	44
4.3.6	Conclusie casestudy	45
5	Ontwerp	47
5.1	Ontwerpproces	47
5.1.1	Ontwerpvoorwaarden	48
5.2	Verdienmodel: een semi-open-end gebiedsontwikkelingsfonds	48
5.2.1	Ontwerp	49
5.2.2	Onderbouwing	49
5.2.3	Kasstromen	52
5.2.4	De rol van enkele actoren	52
5.2.5	Toetsing van het ontwerp	53
5.3	Procesmodel	54
5.3.1	Betekenis succesfactoren	55
5.3.2	Resumerend model	56
5.3.3	Koppeling verdienmodel en procesmodel	56
6	Conclusies en aanbevelingen	58
6.1	Conclusies	58
	Hoofdvraag 1: Wat zijn de oorzaken van de problemen in het huidige verdienmodel in gebiedsontwikkeling in de praktijk?	58
	Hoofdvraag 2: Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger beïnvloeden in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase?	59
	Hoofdvraag 3: wat moet aangepast worden aan de opgestelde factoren, na confrontatie met de praktijk?	60
	Hoofdvraag 4: Hoe kan een verdienmodel eruit zien en welke procesfactoren zijn bepalend in de initiatieffase? Wat zijn de voordelen van het nieuwe verdienmodel ten opzichte van het traditionele?	63
6.2	Aanbevelingen	65
6.2.1	Aanbevelingen aan de gemeente	65
6.2.2	Aanbevelingen voor vervolgonderzoek	66
6.3	Discussie	67
6.3.1	Relevantie	67
6.3.2	Onderzoekskwaliteit	68
7	Bibliografie	71
	Bijlagen	74

1 Inleiding

De financiële crisis, begonnen in de Verenigde Staten en overgewaaid naar Europa, sluit deuren maar opent ook ogen. Stagnatie in gebiedsontwikkeling zorgt ervoor dat het gemeentelijke verdienmodel van grondexploitatie niet langer voldoet. Toch willen gemeenten hun ruimtelijke kwaliteit garanderen, ook in de toekomst. De pensioenfondssector verkeert eveneens in crisis, met veel aandacht van de politiek als gevolg. Vanuit de politieke arena is veelvuldig te horen dat pensioenfondsen hun maatschappelijke verantwoordelijkheid moeten nemen en moeten investeren binnen Nederland. Vaak blijft de hoe-vraag echter onbesproken.

Dit onderzoek gaat in op de vraag hoe pensioenfondsen kunnen beleggen in gebiedsontwikkeling. Het geeft gemeenten inzicht in de werkwijze van pensioenfondsen en doet aanbevelingen over hoe een nieuw verdienmodel eruit kan zien en welke succesfactoren van belang zijn in de initiatieffase van een samenwerking. Hiervoor zijn pensioenfondsen, (gebieds)ontwikkelaars en adviseurs van gemeenten geraadpleegd.

Dit hoofdstuk gaat eerst in op de aanleiding om op zoek te gaan naar een nieuw verdienmodel. Vervolgens wordt het probleem verkend, met uitleg van het verdienmodel in gebiedsontwikkeling en de werkwijze van pensioenfondsen. Hierna worden probleem-, doel- en vraagstelling behandeld. Na het bespreken van de *scope* van het onderzoek wordt afgesloten met een leeswijzer voor de rest van deze thesis.

1.1 Aanleiding

De praktische aanleiding tot dit onderzoek bestaat uit twee observaties van de onderzoeker. Beiden komen voort uit de financiële crisis, veroorzaakt door het knappen van de *housing bubble* en de *sub-prime mortgage boom*¹ in de Verenigde Staten. De gevolgen hiervan zijn voelbaar in de hele wereld (o.a. Martin, 2010).

De eerste observatie is de stagnatie in de woningbouw en gebiedsontwikkeling in Nederland. Deze stagnatie wordt mede veroorzaakt door een dalende vraag naar woningen, gerelateerd aan moeilijkheden in het rondkrijgen van financiering van banken. Gemeenten worden getroffen omdat zij niet langer verdienen op hun grondexploitatie (Joolingen, Kersten & Franzen, 2009). Overheidsbezuinigingen als gevolg van de crisis hebben negatief effect op gebiedsontwikkeling, waardoor een groeiende afhankelijkheid van private investeringen ontstaat. De stagnatie in gebiedsontwikkeling is onwenselijk omdat de maatschappelijke behoefte naar ruimtelijke kwaliteit blijft bestaan.

Als gevolg van de huidige stagnatie ontstaat een veelgenoemd credo: gebiedsontwikkeling moet opnieuw uitgevonden worden: op naar gebiedsontwikkeling 2.0. Van Rooy (2011) stelt in zijn boek over

¹ Hypotheken van debiteuren met een slechte krediethistorie, doorverkocht in ondoorzichtige pakketten, werden in hoog tempo minder waard. Door onduidelijkheid over welke instellingen hierdoor geraakt werden, stopten interbancaire geldstromen en ontstond een vertrouwenscrisis in de financiële sector. (Marquard, 2010a)

nieuwe verdienmogelijkheden: het huidige verdienmodel in gebiedsontwikkeling voldoet niet meer, er moeten nieuwe waardemakers en partijen worden toegevoegd.

Kortom: de financiële crisis heeft de praktijk van gebiedsontwikkeling zodanig veranderd dat het huidige verdienmodel niet langer werkt; er is een nieuw verdienmodel nodig.

De tweede observatie betreft de crisis onder pensioenfondsen. Deze is relevant omdat pensioenfondsen een belangrijke groep vastgoedbeleggers vormen (Bayraktaroglu, 2011) en vastgoed is een belangrijke waardemaker in gebiedsontwikkeling. Pensioenfondsen zoeken investeringsmogelijkheden voor langere termijn die een stabiel en risicoarm rendement realiseren, het liefst gecorrigeerd voor inflatie. Verschillende pensioenfondsen hebben moeite hun vereiste dekkingsgraad te behalen en de benodigde rendementen te realiseren, onder andere door een lage rentestand.

Om de problematiek te boven te komen, passen pensioenfondsen rigoureuze maatregelen toe zoals het niet langer indexeren van pensioenen; het verhogen van premies; en het korten op pensioenuitkeringen (Ebbinghaus & Wiß, 2011; Willems, 2011). Negentig procent van het vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen is momenteel belegd buiten de Nederlandse economie. Verontwaardiging hierover leidde tot een politieke roep richting pensioenfondsen om een groter deel van hun vermogen te beleggen in Nederlands vastgoed en infrastructuur om zo de Nederlandse economie te stimuleren (PPS Netwerk Nederland, 2011)

Het traditionele verdienmodel van gebiedsontwikkeling voldoet niet meer en pensioenfondsen worden aangedragen als mogelijke oplossing. Hoe het mogelijk wordt om pensioenfondsen te laten participeren in gebiedsontwikkeling, om bij te dragen aan het doorbreken van de stagnatie, is het thema van dit onderzoek.

1.2 Probleemverkenning

In het voorgaande is de aanleiding van dit onderzoek besproken en is kort de relevantie benoemd. Om tot een nieuw verdienmodel te komen waarbij pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling moet eerst inzicht verkregen worden in het verdienmodel van gebiedsontwikkeling, in hoe de crisis deze verandert en in de rol van pensioenfondsen.

1.2.1 Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling

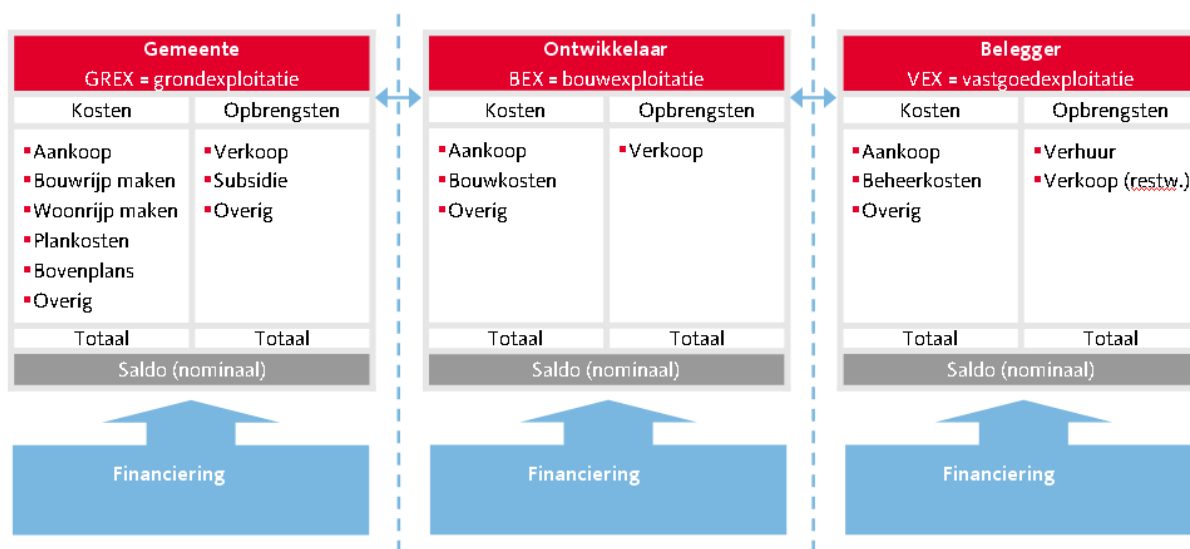
In deze paragraaf wordt eerst uiteengezet wat gebiedsontwikkeling is, wat een verdienmodel is en hoe het verdienmodel in gebiedsontwikkeling eruit ziet. Daarna wordt ingegaan op de gevolgen van de crisis en wordt geconcludeerd dat het oude verdienmodel ('na-elkaar-werken' in de keten) niet langer voldoet en dat integrale samenwerking vereist is.

De Reiswijzer gebiedsontwikkeling 2011 (minBZK et al., 2011) hanteert de volgende definitie voor gebiedsontwikkeling: "Bij gebiedsontwikkeling wordt een gebied opnieuw ingevuld waarbij verschillende functies zoals (boven- en ondergrondse) infrastructuur, wonen, werken en recreatie in hun onderlinge samenhang worden gerealiseerd. De publieke en private belangen komen hier dus dicht bij elkaar. Dat maakt het vanzelfsprekend dat overheden en marktpartijen bij gebiedsontwikkeling gaan

samenwerken.” Voorbeelden van gebiedsontwikkeling zijn: herontwikkeling van centrum- of winkelgebieden, ontwikkeling van woonwijken en aanleg van groen/water/recreatie.

Onder ‘verdienmodel’ wordt in deze studie verstaan: de wijze waarop opbrengsten en kosten gegenereerd worden (specifiek in een gebiedsontwikkelingsproject). Deze definitie is een combinatie van Veldman (2009), die ‘verdienmodel’ vertaalt met *revenue model*, en Osterwalder en Pigneur (2002) die beschrijven dat het *revenue model* deel uitmaakt van het *profit model*, dat daarnaast bestaat uit de *cost structure*. Het *revenue model* beschrijft het vermogen van een onderneming om de waarde die het aan klanten biedt te vertalen naar geld en dus naar inkomsten. De *cost structure* beschrijft alle kosten die gemaakt worden door een onderneming om waarde te creëren, te vermarkten en te leveren aan klanten. Het *profit model* is simpelweg het verschil tussen het *revenue model* en de *cost structure*. Wanneer in de literatuur gesproken wordt over nieuwe verdienmodellen in gebiedsontwikkeling worden *revenue model* en *cost structure* beide meegenomen. Met deze definitie wordt dus een bedrijfskundige term gebruikt bij een publieke partij. Dit is mogelijk omdat de gemeentelijke grondexploitatie een bedrijfsmatige activiteit is.

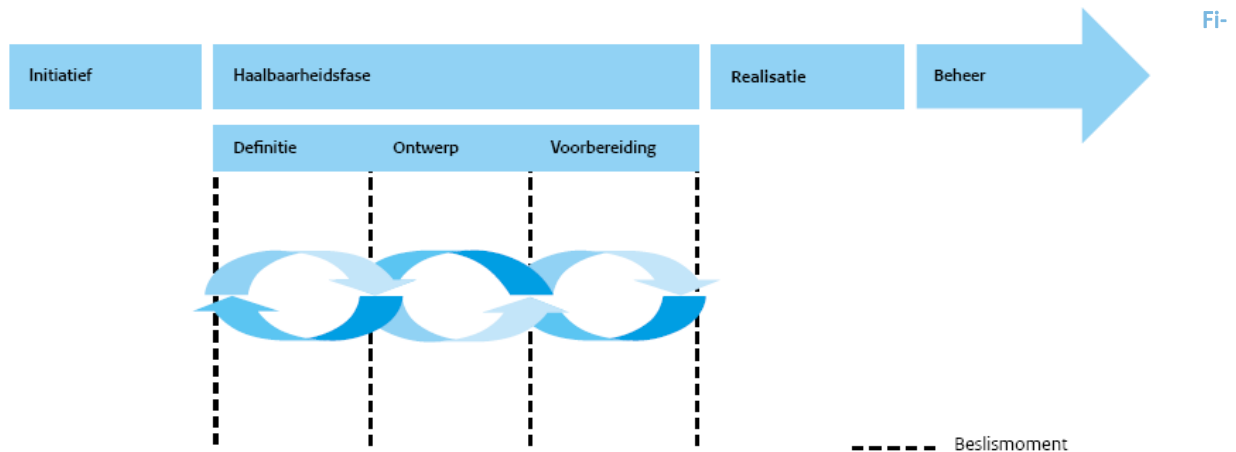
Het verdienmodel in gebiedsontwikkeling wordt traditioneel gevormd door het ‘na-elkaar-werken’ van drie actoren: gemeente, ontwikkelaar en belegger. Kosten en opbrengsten van deze drie partijen worden weergegeven in figuur 1.



Figuur 1: Kosten en opbrengsten exploitaties (AT Osborne, 2011)

Daarnaast spelen ook andere actoren een rol als (onder andere) regelgever, subsidieverstrekker, financier of klant: publieke partijen als provincie, Rijk en waterschap, private instanties als grondeigenaren, aannemers, bedrijven en banken en partijen met een maatschappelijke taak als woningcorporaties en natuurorganisaties. Tenslotte is vanzelfsprekend ook de burger een belangrijke partij (Wolting, 2006).

De fasering van het proces van gebiedsontwikkeling van initiatief tot exploitatie wordt weergegeven in figuur 2. Hierbij vinden de activiteiten uit figuur 1 vooral plaats tijdens de realisatie- en beheerfase uit figuur 2.



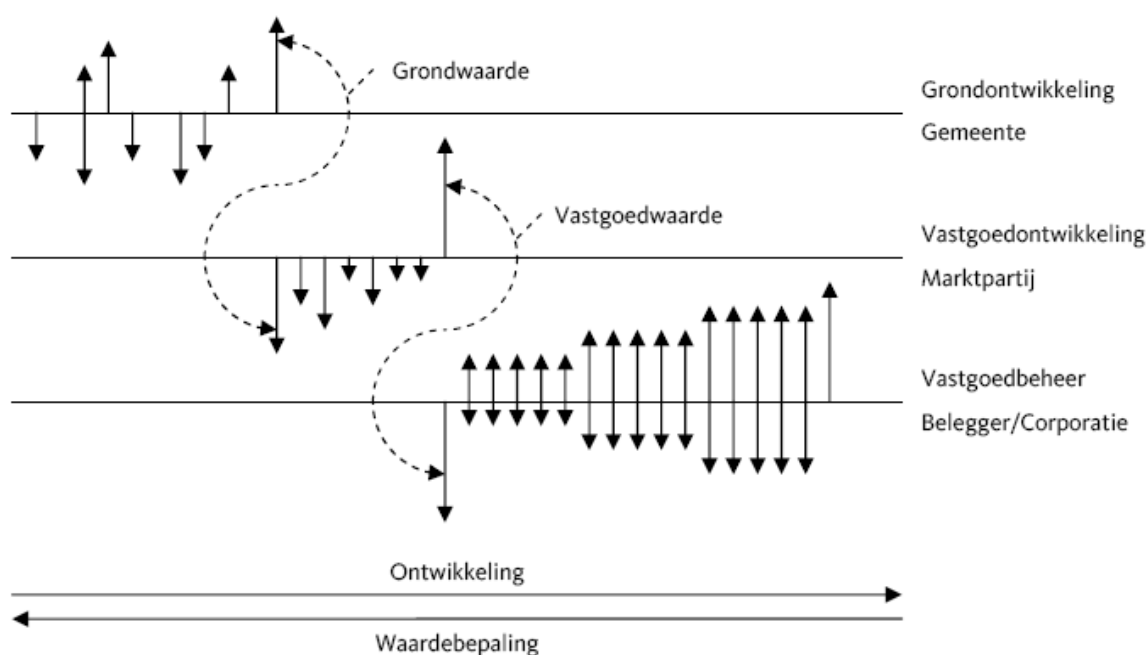
figuur 2: Fasering gebiedsontwikkeling (Kersten et al., 2011)

Exploitatie van ontwikkelde gebieden gebeurt in vier vormen en kan in handen zijn van een enkele of van verschillende partijen. Figuur 3 geeft deze vormen weer. Bijlage 1 geeft inzicht in verschillende samenwerkingsmodellen hiervoor tussen marktpartijen en de gemeente.

fase \ element	openbare ruimte	vastgoed
ontwikkeling	grondexploitatie	bouwexploitatie
beheer	beheerexploitatie	vastgoedexploitatie

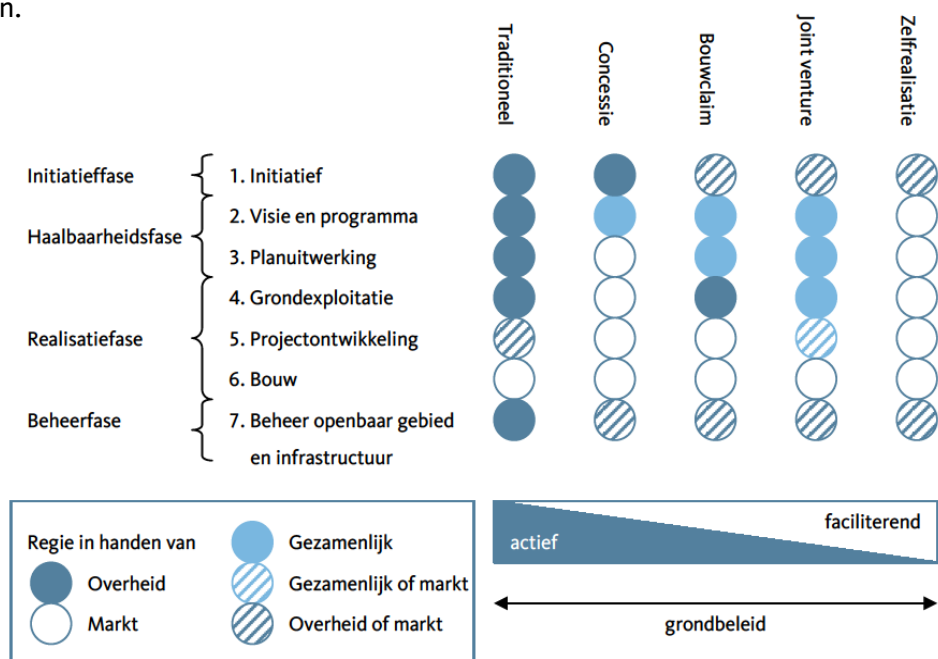
Figuur 3: Exploatievormen van gebiedsontwikkeling (AT Osborne, 2011)

Het geheel van geldstromen tijdens de exploitatie- en beheerfase wordt weergegeven in figuur 4. Dit is in essentie het traditionele verdienmodel in gebiedsontwikkeling. De figuur laat de drie traditionele actoren in gebiedsontwikkeling zien, hun specifieke ontwikkelingsfase en de geldstromen die hierbij horen. Ontwikkeling gebeurt chronologisch, waardebeoordeling contra-chronologisch. De figuur geeft weer hoe de kasstromen in de tijd verlopen. In alle gevallen is duidelijk dat er eerst een negatieve geldstroom plaatsvindt (bijvoorbeeld aankoop van grond door de ontwikkelaar) en dat een exploitatie afgesloten wordt met verkoop, een positieve geldstroom. Hierbij is duidelijk dat de grondwaarde als output van de grondexploitatie, input is voor de bouwexploitatie. De vastgoedwaarde is output van de bouwexploitatie en input voor de vastgoedexploitatie. Het gat tussen de eerdere negatieve geldstroom en de latere positieve geldstroom in een exploitatie (de financieringsbehoefte uit figuur 1), wordt gedekt door financiering. Banken spelen hierin een belangrijke rol.



Figuur 4: Verdienmodel: ontwikkelingsfasen, kasstromen en waardebeepaling bij gebiedsontwikkeling volgens het traditionele model voor verhuurbaar vastgoed (Leij, 2006; Rompelberg & Hesp, 2006 uit: Van Blokland, 2009)

Zoals de gepresenteerde definitie van gebiedsontwikkeling aangeeft, gebeurt het integraal realiseren van verschillende functies in onderlinge samenwerking tussen publieke en private partijen. Hierbij worden verschillende vormen van samenwerking gehanteerd. Verschillend tussen de vormen is bijvoorbeeld wie op welk moment de regie in handen heeft. In figuur 5 worden verschillende vormen van samenwerking weergegeven. Kenniscentrum PPS (2004) geeft aan dat betrokkenheid van een private partij bij gebiedsontwikkeling, of het nu in de initiatief- of haalbaarheidsfase is, gevolgen heeft voor het verdienmodel. Elk type samenwerking heeft zijn specifieke indeling van geldstromen. De financiële crisis heeft gevolgen voor het verdienmodel in gebiedsontwikkeling, zoals hieronder beschreven.



Figuur 5: Samenwerking in verschillende fasen van gebiedsontwikkeling (kenniscentrum PPS, 2006 uit van Blokland, 2009)

1.2.2 Financiële crisis: het verdienmodel voldoet niet meer

De financiële crisis katalyseert verandering in de praktijk van gebiedsontwikkeling. Van Delden (2011) vat de gevolgen hiervan samen in de volgende punten:

- vraaguitval in de woningbouw door sterk toegenomen onzekerheden voor kopers;
- terughoudender opstelling van financiers, vereiste voorverkooppercentages stijgen ;
- waardering van grond en vastgoed onder druk, boekwaardes zijn veel hoger dan de marktwaarde;
- toenemende financierings-/liquiditeitsproblemen bij bijvoorbeeld gemeenten en ontwikkelaars door onder andere een waardedaling van verworven gronden.

Dit leidt tot een terugval van de productie van vastgoed, vastgoedinvesteringen en werkgelegenheid, waardoor woningbouw en gebiedsontwikkeling stagneren en de woningmarkt op slot zit. De opgesomde gevolgen versterken elkaar, waardoor gebiedsontwikkeling complexer is geworden. Invulling van de financieringsbehoefte in het traditionele verdienmodel is bemoeilijkt en de omvang van sommige geldstromen is afgenomen. Er wordt met andere ogen gekeken naar risico's en daarmee naar het aangaan van samenwerkingen.

De traditionele aanpak van na-elkaar-werken werkt niet meer, want gemeenten starten niet langer met grondexploitaties omdat inkomsten onzeker zijn en financieringsruimte beperkt is. Ook ontwikkelaars krijgen nauwelijks financiering van banken voor nieuwe ontwikkelingen omdat de risico's groter zijn dan voor de crisis. Boudewijn en Franzen geven aan dat samenwerking en denken vanuit de hele waardeketen cruciaal is (Bijsterveld et al, 2011). Dit onderbouwt het betrekken van pensioenfondsen, die traditioneel in het laatste deel van de waardeketen acteren. Het volgende geeft inzicht in de rol van pensioenfondsen.

1.2.3 Pensioenfondsen

Deze paragraaf zet kort het doel van pensioenfondsen uiteen en welke middelen zij gebruiken om dit te bereiken. Het gaat in op waarom pensioenfondsen interesse hebben in vastgoed en tenslotte op wat een pensioenfonds theoretisch kan bieden in gebiedsontwikkeling.

Doel

Pensioenfondsen hebben de taak hun klanten te voorzien van een toereikend pensioen. Enerzijds heeft een pensioenfonds de taak pensioenaanspraken te beheren, hierover te communiceren en pensioengelden uit te keren, anderzijds heeft het de taak het opgebouwde vermogen te beheren en te laten groeien. Om het beheerde vermogen te laten groeien, beleggen pensioenfondsen dit.

Beleggen

Van Gool et al. (2007) maken duidelijk dat een belegger premiegelden belegt in ruil voor toekomstige opbrengsten. Daarbij richten beleggers zich vooral op rendement op de lange termijn (Wolting, 2006). Dit geldt zeker voor pensioenfondsen, zij willen hun pensioenen mee laten stijgen met de loon- en prijsstijging. Daarom zoeken zij beleggingen met liefst een langjarig rendement waarin gecompenseerd wordt voor inflatie (PPS Netwerk Nederland, 2011) en (afhankelijk van de populatie) met stabiele regelmatige kasstromen en een risicoprofiel passend bij de strategie.

Direct en indirect beleggen in vastgoed

Vastgoed is een belangrijke beleggingscategorie, omdat het karakteristieken heeft die interessant zijn voor pensioenfondsen (zie hoofdstuk 2.3). In hoofdlijnen hanteren pensioenfondsen twee vormen van beleggen in vastgoed, namelijk direct (in stenen) en indirect (in fondsen).

Van Gool et al. (2007) geven aan dat direct beleggen in vastgoed inhoudt dat de belegger rechtstreeks eigenaar is van het vastgoed, of een meerderheidsbelang heeft in de financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten van dat vastgoed én waarbij de belegger zeggenschap heeft over het management ervan. Het beleggingsproces beslaat alle stappen van acquisitie, exploitatie, renovatie en/of herontwikkeling tot en met dispositie en is gericht op het directe rendement (huurgelden) en op de waardestijging van vastgoed dat te gelde wordt gemaakt bij verkoop (indirect rendement)

Beleggen in onroerend goed op indirecte wijze wordt door Van Gool et al. (2007) omschreven als beleggen in aandelen of participaties van vastgoedondernemingen of maatschappijen: fondsen. Deze onroerendgoedfondsen beleggen zelf in vastgoed op directe of indirecte wijze en financieren dit door uitgifte van aandelen of participaties en het aantrekken van vreemd vermogen. De voordelen van deze vorm van beleggen in vastgoed ten opzichte van direct beleggen zijn, dat er geen lokale expertise nodig is; dat investeringen van kleine bedragen mogelijk zijn en dus spreiding mogelijk maakt; er geen overdrachtsbelasting betaald hoeft te worden; het meer liquide is; er sprake is van schaalvoordelen en van minder emotionele waarde; dat de beurs extra kansen kan bieden; de belegger kan profiteren van het hefboomeffect². Nadelen zijn dat de belegger weinig invloed heeft op het beleid, er minder gevoel met de markt is (vastgoedmanagement wordt uitbesteed), vreemd vermogen het risico vergroot en het rendement volatieler is (Van Gool, 2007).

Beleggen in gebiedsontwikkeling

Pensioenfondsen moeten een bepaald rendement maken op het kapitaal dat ze nu beheren om in de (verre) toekomst voldoende pensioen uit te kunnen keren. Dit doen zij door te beleggen, onder andere in vastgoed. De heer Vester, directeur van Syntrus Achmea Vastgoed, geeft aan dat het voor de gezamenlijke pensioenfondsen mogelijk is zeven miljard euro extra in vastgoed te beleggen (in Hagedijk & de Zeeuw, 2010).

De huidige praktijk van gebiedsontwikkeling laat een behoefte aan nieuwe investeerders zien (Deloitte, 2011), de praktijk van pensioenfondsen een mogelijke extra belegging in vastgoed. Met de huidige leegstandproblematiek, die kan zorgen voor verschraling van de leefbaarheid en waardedaling van vastgoed (Hengstmengel, 2011), is het zinvol om als belegger controle te kunnen hebben over meer dan het object (zie hoofdstuk 4.1). Dat is zeker zo wanneer vastgoedbeleggers niet overgaan tot verkoop of transformatie van leegstaand vastgoed (Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam,

² Hefboomeffect: de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, ook wel *leverage* genoemd. Van Gool et al (2007) geven aan dat wanneer de kosten van het vreemd vermogen (de lening) lager zijn dan het rendement op de ontwikkeling, dan verhoogt het gebruik van vreemd vermogen het rendement op het eigen vermogen. Het gebruik van vreemd vermogen kan dus zorgen voor meer winst. Het zorgt echter ook voor meer risico.

2009) en zo een negatief effect hebben op de waardeontwikkeling van naastgelegen vastgoed. Daarom richt deze studie zich op het beleggen van pensioengelden in gebiedsontwikkeling.

1.3 Probleemstelling

De financiële crisis katalyseert verandering in gebiedsontwikkeling, door Van Delden (2011) samengevat tot vraaguitval in de woningbouw, terughoudender opstelling van financiers, onder druk staan van de waardering van grond en vastgoed en toenemende financierings-/liquiditeitsproblemen bij onder andere gemeenten en ontwikkelaars. Resultaat hiervan is dat de individuele burger zijn huis niet verkocht krijgt en dat het verdienmodel voor gebiedsontwikkeling niet langer werkt. Hiermee hebben gemeenten hun belangrijkste instrument verloren om ruimtelijke kwaliteit te sturen. In Sanyal (2005) beschrijft Faludi dat het plannen van woningen een belangrijke opgave van de Nederlandse overheid is. Het laagste overheidsniveau, de gemeente, heeft de zorg voor voldoende woonruimte als een van haar belangrijkste taken (Overheid.nl, 2011). Dit maakt de gemeente mede-eigenaar van het hierboven beschreven probleem (Donner, 2011).

Hiertegenover staat dat pensioenfondsen de mogelijkheid hebben extra te beleggen in vastgoed en infrastructuur, twee belangrijke waardemakers in gebiedsontwikkeling.

Gekoppeld leidt dit tot de volgende probleemstelling:

Hoe kunnen pensioenfondsen als belegger betrokken worden in gebiedsontwikkeling om te komen tot een door de crisis noodzakelijk nieuw verdienmodel voor gebiedsontwikkeling?

1.4 Doelstelling

De doelstelling van dit onderzoek komt logisch voort uit het voorgaande.

Het leveren van een bijdrage aan het doorbreken van de stagnatie in de gebiedsontwikkeling, door inzicht te geven in problemen in het huidige verdienmodel; in de mogelijkheden van het betrekken van pensioenfondsen als belegger in gebiedsontwikkeling; en daaruit het doen van aanbevelingen aan gemeenten voor een nieuw verdienmodel en voor de initiatieffase van een samenwerking met pensioenfondsen in gebiedsontwikkeling.

1.5 Vraagstelling

Om bovenstaande doelstelling te bereiken en een oplossing aan te dragen voor de probleemstelling, worden de volgende deelvragen beantwoord.

1. *Wat zijn de oorzaken van de problemen in het huidige verdienmodel in gebiedsontwikkeling in de praktijk?*
2. *Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger beïnvloeden in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase?*
 - a. *Welke succesfactoren onderscheidt de theorie voor samenwerking in een gebiedsontwikkelingsproject in de initiatieffase?*
 - b. *Welke voorwaarden onderscheidt de theorie voor het selecteren van een belegging?*
3. *Wat moet aangepast worden aan de opgestelde factoren, na confrontatie met de praktijk?*
4. *Hoe kan een verdienmodel eruit zien en welke procesfactoren zijn bepalend in de initiatieffase? Wat zijn de voordelen van het nieuwe verdienmodel ten opzichte van het traditionele?*

1.6 Scopebepaling

Juist omdat dit onderzoek moet leiden tot het totstandkomen van een samenwerking tussen gemeente en pensioenfondsen in een nieuw verdienmodel, is er wat betreft aanbevelingen voor het proces voor gekozen uitsluitend naar de initiatieffase te kijken. Bij het ontwerpen van het verdienmodel wordt wel de hele levensduur van een gebiedsontwikkeling besproken inclusief beheerfase omdat de onderzoeker verwacht dat juist daardoor meerwaarde kan worden gecreëerd.

1.7 Leeswijzer

In dit hoofdstuk zijn aanleiding, probleemverkenning, probleemstelling en doel- en vraagstelling besproken. In hoofdstuk twee wordt het theoretisch raamwerk besproken, waarin succesfactoren voor het proces in de initiatieffase en voorwaarden vanuit pensioenfondsen worden gekoppeld in een model. Hoofdstuk drie behandelt de methodologie van dit onderzoek. Hierna volgen data analyse (hoofdstuk vier) en het ontwerp van een verdienmodel waarin pensioenfondsen participeren als belegger in gebiedsontwikkeling, samen met een procesmodel hiervoor (hoofdstuk vijf). Afgesloten wordt met conclusies, aanbevelingen en discussie in hoofdstuk zes.

2 Theoretisch kader

In de inleiding werd gesteld dat het nodig is om te bewegen van ‘na-elkaar-werken’ naar integraal samenwerken. De tweede deelvraag uit hoofdstuk 1.5 sluit hierbij aan:

Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase beïnvloeden?

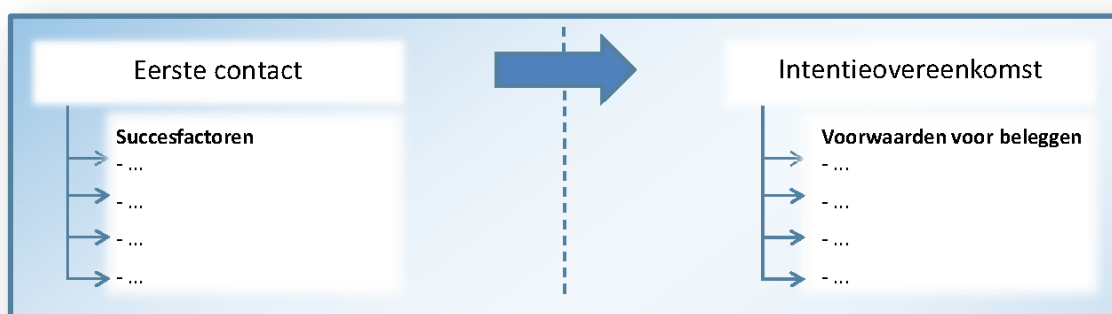
Het doel van de initiatieffase is om na het eerste contact in zoverre overeenstemming te bereiken dat een intentieovereenkomst getekend wordt. Op dat moment zijn de eerste barrières voor samenwerking overwonnen en kan de haalbaarheid van een gezamenlijk project verder worden geanalyseerd. De Reiswijzer gebiedsontwikkeling zegt het volgende over de intentieovereenkomst:

“Een intentieovereenkomst biedt beide partijen de mogelijkheid de samenwerking te verkennen en samen uit te bouwen. [...] In een intentieovereenkomst spreken partijen uit om samen de haalbaarheid van een project verder te onderzoeken, aan de hand van een programma en een schetsplan. [...] In een dergelijke overeenkomst wordt minimaal vastgelegd: de gezamenlijke doelstelling van de samenwerking, de taak- en rolverdeling, de kostenverdeling, het perspectief na afloop van de overeenkomst en de looptijd van de samenwerking.” (Kersten, Wolting, Ter Brekke, & Bregman, 2011)

Het doel van de initiatieffase is dus om van het eerste contact tussen een pensioenfonds en een ontwikkelende partij (bijvoorbeeld gemeente) tot een intentieovereenkomst te komen, zie figuur 6.

Wanneer we de beginsituatie definiëren als ‘eerste contact’ en succes definiëren als ‘het tekenen van de intentieovereenkomst tussen pensioenfonds en gemeente met als doel gezamenlijke (her)ontwikkeling van een gebied’, kunnen we ons vervolgens afvragen welke factoren de kans op succes vergroten (procesmatig) en welke elementen onderdeel van het succes moeten zijn.

Het onderscheid tussen voorwaarden en succesfactoren is erg belangrijk in deze studie. De inhoud van de intentieovereenkomst, de voorwaarden die pensioenfondsen stellen aan het ontwerp, noemen we voorwaarden. De vorm, het gedrag dat de kans op succes vergroot, noemen we succesfactoren. Deze succesfactoren hebben dus betrekking op het proces. Het volgende model ontstaat, dat later wordt ingevuld.



Figuur 6: Model initiatieffase

2.1 Definitie van succes

Het definiëren van succes zoals hierboven, wordt vaker gedaan in studies over gebiedsontwikkeling. Hobma geeft aan (in Franzen, Hobma, de Jonge, & Wigmans, 2011) dat er vele manieren zijn om succes te definiëren. Het maakt daarbij verschil welke aspecten meegewogen worden (proces en/of product), om wiens succes het gaat, welke criteria er gebruikt worden (bijvoorbeeld financieel of cultureel) en wanneer het succes gemeten wordt. Daarnaast zijn de doelen in het project belangrijk.

In dit onderzoek wordt succes gedefinieerd door te kijken naar proces en product en gaat het om het succes van het project voor de gemeente (de probleemhebber in dit onderzoek) en het succes van de belegger (de oplossingsrichting in dit onderzoek). Hierbij zijn de doelen van beide partijen belangrijk.

Hobma (2004) beschrijft het procescriterium van succesvolle gebiedsontwikkeling van station 's-Hertogenbosch als: “zijn actoren er na een interactieproces in geslaagd een formele samenwerkingsovereenkomst te sluiten met als centrale inhoud de gezamenlijke (her)ontwikkeling van een (exploitatie)gebied?” Dit criterium lijkt, wanneer het wordt aangepast naar de initiatieffase, erg op het succescriterium voor het huidige onderzoek.

Het productcriterium in de studie (Hobma, 2004) luidt: “zijn de ‘kerndoelen’ van publieke en private partijen met de gebiedsontwikkeling bereikt?” Hierin is het kerndoel van private partijen vaak “het halen van een bepaald rendement op de gedane investering”. Het kerndoel voor de gemeente als publieke partij is: “de verwezenlijking van haar beleid”, in essentie volgens Hobma (2004) meestal “de herontwikkeling of transformatie van een verouderd gebied in een sociaaleconomisch vitaal stadsgebied.” Het productcriterium in de huidige studie betreft het vastleggen van de kerndoelen van de twee partijen in de intentieovereenkomst.

Het gebruik van een proces- en productcriterium sluit goed aan bij het huidige onderzoek. Succes in het procescriterium wordt eerder bereikt wanneer voldaan wordt aan de succesfactoren voor het aangaan van een samenwerking in gebiedsontwikkeling. Deze worden behandeld in hoofdstuk 2.2. Om het productcriterium helder te krijgen voor gemeenten, zal in hoofdstuk 2.3 onderzocht worden welke voorwaarden pensioenfondsen, de nieuwe partner in deze studie, stellen aan een belegging in gebiedsontwikkeling. Samen geeft dit invulling aan figuur 6 op pagina 10.

2.2 Succesfactoren voor de initiatieffase van samenwerken

Hobma stelt (in Franzen, Hobma et al. 2011) dat de aanwezigheid van een succesfactor de kans op succes vergroot en dat het mogelijk is voor een actor om succesfactoren te beïnvloeden. Zo is het dus mogelijk de kans op succes te vergroten. Dit hoofdstuk gaat in op welke succesfactoren relevant zijn voor de totstandkoming van een samenwerking in de initiatieffase van gebiedsontwikkeling.

De probleemverkenning in paragraaf 1.2 heeft een aantal karakteristieken van de praktijk van gebiedsontwikkeling geschetst. De belangrijkste hierin is de noodzaak tot samenwerking (Peek, 2011). Partijen zijn wederzijds van elkaar afhankelijk (financieel, planologisch, etc.). Dat betekent dat partijen alleen door samen te werken hun doelen kunnen bereiken. Het begrijpen van onderlinge verhou-

dingen is dus essentieel om tot succes te komen tijdens een initiatieffase. Netwerktheorie gaat in op deze onderlinge verhoudingen.

Een tweede essentiële theorie in dit onderzoek is *negotiation theory*. Deze theorie gaat in op hoe een samenwerking meerwaarde kan creëren en hoe deze meerwaarde verdeeld kan worden tussen partijen. Hoewel de theorie veel zegt over het verdelen van waarde, geeft het ook waardevolle inzichten voor de initiatieffase van een samenwerking.

Een derde onderdeel van de literatuur dat geraadpleegd wordt met betrekking tot succesfactoren is de algemene (vak)literatuur over gebiedsontwikkeling. Deze literatuur bouwt veelal verder op onder andere de netwerktheorie. Juist omdat netwerktheorie en *negotiation theory* prescriptief zijn, geeft de descriptieve literatuur over gebiedsontwikkeling waardevolle en concrete inzichten uit de praktijk over de succesfactoren voor de initiatieffase van een samenwerking.

2.2.1 Netwerktheorie

Van Bortel et al. (2007) schrijven dat gebiedsontwikkeling, vanwege zijn complexiteit, alleen kan plaatsvinden wanneer meerdere actoren samen actie ondernemen. In de huidige crisis in gebiedsontwikkeling ligt hier nog meer nadruk op, omdat gemeenten te maken hebben met een financieringstekort en daarom niet zonder andere partijen een gebiedsontwikkelingsproject kunnen starten. Er is dus geen sprake van hiërarchie. Hiërarchie wordt namelijk gekenmerkt door uniformiteit, eenzijdige afhankelijkheden, openheid voor hiërarchische signalen en stabiliteit (De Bruijn & Ten Heuvelhof, 2008), terwijl er in de huidige praktijk van gebiedsontwikkeling juist verscheidenheid is en wederzijdse afhankelijkheid. Daarnaast hoeven verschillende partijen niet hetzelfde te reageren op signalen van bijvoorbeeld een overheid en is er sprake van een dynamische situatie. Dit zijn kenmerken van een netwerk. De organisatieomgeving van gebiedsontwikkeling kan dus worden omschreven als een netwerk.

De Bruijn & Ten Heuvelhof (2008) omschrijven een netwerk als 'een aantal actoren met verschillende doelen en belangen en verschillende middelen, die van elkaar afhankelijk zijn voor de realisatie van hun doelen'. De auteurs geven aan dat een netwerk zich laat karakteriseren door drie kenmerken: *variety*, *closedness* en *interdependance*. Een netwerk wordt gevormd door verschillende actoren (bv. publieke en private partijen) die verschillend op zaken reageren, die niet per definitie gevoelig zijn voor externe interventie en afhankelijk zijn van elkaar. De *interdependance* zorgt voor meer complexiteit, maar ook voor meer mogelijkheden tot uitwisseling.

Mogelijkheden tot uitwisseling ontstaan volgens De Bruijn en Ten Heuvelhof (2008) bij *multi-issue decision making*. Bij beslissingen over één onderwerp is er namelijk risico op een impasse. Als een aantal actoren visie A steunt en een aantal actoren visie B, dan is er weinig ruimte voor een compromis. Een alternatief is om het probleem te veranderen in een *multi-issue game*. Dit betekent dat verschillende onderwerpen op de agenda staan, dat er voldoende interessante onderwerpen voor elke actor zijn en dat het aantrekkelijk wordt voor de actoren om mee te doen in het beslissingsproces. De voordelen hiervan zijn de aanwezigheid van ruimte voor geven en nemen, prikkels voor samenwerking en kansen op gewenste en onvoorziene uitkomsten. Op deze manier ontstaan er mogelijkheden voor een win-win situatie: elke partij heeft een positieve winst- en verliesrekening.

Negotiation theory geeft visie op hoe partijen tot overeenstemming komen in een dergelijke onderhandeling. Dit wordt uitgewerkt onder *negotiation theory*.

Zoals gesteld worden actoren in een netwerk gekenmerkt door onderlinge afhankelijkheid. Breuer en Gils schetsen in het boek *strategic issues in public-private partnerships* (Bult-Spiering & Dewulf, 2006) dat netwerken kunnen worden beschouwd als clusters van onderling afhankelijke organisaties en van interorganisationale relaties. Een interorganisationale relatie is dan een geactiveerd deel van een netwerk als oplossing voor een bepaald probleem of de realisatie van een specifiek project. Het is dus een bewust gestarte wederzijdse verbintenis van twee of meer organisaties voor het bereiken van een bepaald doel. (Lascuere, 1978 in Bult-Spiering en Dewulf, 2006). De wijze waarop partijen interacteren, beïnvloedt het functioneren van een interorganisationale relatie en het succes ervan. Specifiek voor het ontstaan van een interorganisationale relatie wordt een aantal succesfactoren onderscheiden, bijvoorbeeld vertrouwen en een gedeeld beeld van het project (Koppenjan, 2005).

Toegepast op gebiedsontwikkeling is de *joint venture* een voorbeeld van een interorganisationale relatie. Hierbij wordt een gezamenlijke grondexploitatiemaatschappij (GEM) opgericht als samenwerking tussen gemeente en markt.

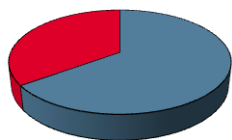
Studie van literatuur over netwerktheorie en interorganisationale relaties (Koppenjan 2005; Bortel, Bueren et al. 2007; Bult-Spiering en Dewulf 2008) levert een overzicht van succesfactoren voor interorganisationale relaties in gebiedsontwikkeling, waarbij de onderzoeker faalfactoren ziet als omgekeerde succesfactoren. Dit overzicht wordt in hoofdstuk 2.4 toegepast in samenhang met het onderstaande.

2.2.2 Negotiation theory

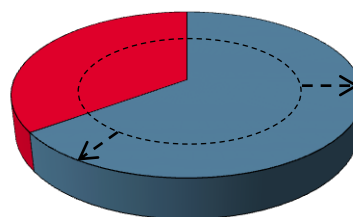
Zoals aangegeven beschrijft *negotiation theory* hoe partijen tot een gezamenlijke oplossing komen binnen een interorganisationale relatie. Henry Kissinger definieert *negotiation* als “een proces van het combineren van conflicterende posities in een gezamenlijke positie, met unanimitieit als beslissregel.” (Kissinger, 1969 in Alfredson & Cungu, 2008). Forester geeft aan dat samenwerking door middel van *negotiation* bereikt kan worden als er gekeken wordt naar de dieperliggende belangen van stakeholders (Forester, 2006). Deze belangen worden behandeld in hoofdstuk 2.3 van dit onderzoek. Verder geeft Forester aan dat het belangrijk is niet alleen te kijken naar de inhoud waarover onderhandeld wordt, maar ook naar de relatie tussen partijen (Forester, 2008).

Alfredson & Cungu (2008) gebruiken het werk van Zartman (1988) en betogen dat er vijf stijlen van *negotiation* zijn, met verschillende aannames als basis. Een belangrijk verschil is de aanname of de onderhandeling altijd uitloopt op *win-lose* of dat er ook *win-win* mogelijk is. Een ander belangrijk verschil is de aanname of er maar één mogelijke uitkomst is, of dat persoonlijkheden van onderhandelaars en individuele karakteristieken een verschil maken (*behavioural approach*).

Win-lose gaat uit van *distributive strategies*. Deze methode is erop gericht om het grootste deel van de spreekwoordelijke taart te krijgen: *claiming value*. *Integrative strategies* zijn erop gericht de taart te vergroten voordat deze verdeeld wordt (*creating value*), zodat er sprake is van *win-win*.



Figuur 7: Distributive strategies, 'fixed pie'



Figuur 8: Integrative strategies, 'expanding the pie'

Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling beschrijft het financiële verloop van gebiedsontwikkeling, zoals behandeld in hoofdstuk 1.2. Bij een samenwerking tussen meerdere partijen speelt het creëren van waarde en het verdelen van die waarde een grote rol. Hierbij wordt dus uitgegaan van een *integrative strategy*. Daarnaast werd duidelijk in de theorie van interorganisationale relaties dat bijvoorbeeld vertrouwen een succesfactor is. Zachte, persoonlijke kenmerken spelen dus ook een rol. Met dit als vertrekpunt wordt de *negotiation theory* onderzocht op succesfactoren voor de eerste fase van de onderhandeling, uitgaand van de *integrative approach* (Fisher, Ury, & Patton, 1991; Lax & Sebenius, 1986), inclusief aandacht voor gedrag.

De toepassing van *negotiation theory* in gebiedsontwikkeling wordt verdedigd door Yousefi et al. (2007). Hij geeft aan dat complexiteit door onzekerheden in stedelijke ontwikkeling overwonnen kan worden door *negotiation* tussen stakeholders. Het is een van de meest efficiënte tactieken om te komen tot een oplossing die voor iedereen acceptabel is, betoogt hij.

In dit onderzoek wordt *negotiation theory* voor het ontwerpen van *mutual gain* gebruikt voor het vinden van succesfactoren voor het proces van de initiatieffase in gebiedsontwikkeling. Hiervoor zijn onder andere de bovenstaande auteurs geraadpleegd. Voorbeelden van gevonden succesfactoren zijn: focus op onderwerp (niet op posities); wederzijds begrip en inzicht. Hoofdstuk 2.4 beschrijft hoe deze succesfactoren gebruikt worden.

2.2.3 Literatuur gebiedsontwikkeling

Hierboven is verdedigd dat netwerktheorie, met daarin het functioneren van interorganisationale relaties en *negotiation theory* de relevante theorieën zijn om te kijken naar het vruchtbaar tot stand komen van een samenwerking waarin meerwaarde wordt gecreëerd. Succesfactoren vanuit deze theorieën zijn relevant voor het invullen van het schema van figuur 6 op pagina 10. Naast de literatuur over deze theorieën, gebruikt de onderzoeker literatuur over gebiedsontwikkeling, vaak gebaseerd op een van deze theorieën. Gebruikte auteurs zijn onder andere Hobma (2004); van der Heijden & Slob (2005); van Ratingen (2008); Luijten (2008); Franzen et al. (2011).

2.2.4 Succesfactoren voor de initiatieffase van samenwerken: conclusie

Studie van de literatuur zoals hierboven besproken leidt tot een verzameling succesfactoren, deze is weergegeven in bijlage 2. De tabel bevat 24 succesfactoren en is door de onderzoeker ingedeeld in vier categorieën: succesindicatoren, omgangsvormen, projectinhoudelijk, procesinhoudelijk. De eerste categorie (succesindicatoren) wordt door Hobma (in Franzen et al., 2011) los gezien van de kritieke succesfactoren omdat deze vooraf gerealiseerd moeten worden, terwijl kritieke succesfactoren stuurbaar zijn tijdens het proces.

De onderzoeker beschouwt de 24 succesfactoren als te veel om bruikbaar te zijn, dus zijn de succesfactoren getoetst en gerangschikt. De methode hiervoor wordt uitgebreid besproken onder methodologie (hoofdstuk 3.2). De volgende kritieke succesfactoren worden gezien als meest relevant in volgorde van belangrijkheid:

1. Zoeken naar gemeenschappelijk doel
2. Heldere beschrijving van in te nemen rol/scope
3. Wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties
4. Transparantie
5. Laat participanten samen beslissen over basisregels, doelen en taken

Deze factoren worden later in dit onderzoek verder geoperationaliseerd en geconcretiseerd. Eerst wordt echter de andere kant van het schema van figuur 6 van pagina 10 besproken: de voorwaarden voor de intentieovereenkomst vanuit de belegger.

2.3 Voorwaarden voor de intentieovereenkomst

Zoals beschreven in de aanleiding van dit onderzoek blijkt de financiële crisis de situatie in gebiedsontwikkeling te veranderen. Het huidige verdienmodel voldoet niet meer (De Zeeuw, Franzen, & Van Rheenen, 2011) en een zoektocht naar nieuwe verdienmodellen wordt gestart (zie bijvoorbeeld Van Rooy, 2011). Ook KEI kenniscentrum voor stedelijke vernieuwing ziet in dat vernieuwing in gebiedsontwikkeling nodig is en stelt de vraag of en hoe pensioenfondsen een bijdrage kunnen leveren aan deze vernieuwingsopgave en welke voorwaarden hiervoor geschapen moeten worden (KEI, 2011). Om dit probleem ook vanuit het perspectief van pensioenfondsen te begrijpen, die het door hen beheerde vermogen moeten laten groeien, is de moderne portefeuilletheorie relevant. De basis voor de beleggingsstrategie en de voorwaarden die een pensioenfonds stelt, is namelijk gelegen in de moderne portefeuilletheorie (MPT), ontstaan uit Markowitz' artikel *Portfolio selection* uit 1953.

In het onderstaande wordt uitgelegd hoe deze theorie gebruikt wordt, hoe risico en rendement een rol spelen in de portefeuillestrategie en op objectniveau en welke factoren een rol spelen bij het selecteren van een belegging. Deze factoren worden vervolgens gebruikt als richtlijn die een pensioenfonds hanteert voor voorwaarden voor beleggen.

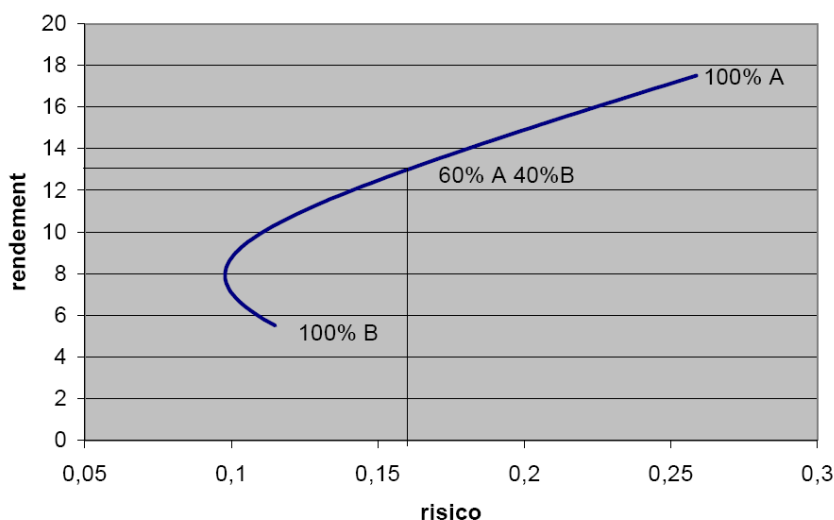
2.3.1 Moderne Portefeuille Theorie

Van Gool et al. (2007) geven aan dat de kern van Markowitz' leer neerkomt op het ontstaan van synergie door diversificatie (spreiding). Uiteindelijk toont de moderne portefeuilletheorie (MPT) aan dat de verstandige belegger kiest voor een zo goed mogelijk gespreide portefeuille. De optimale mix van beleggingen wordt de meest efficiënte portefeuille genoemd. Deze biedt bij een bepaald rendement het laagst mogelijke risico (of bij een bepaald risico het hoogst mogelijke rendement).

Er ontstaat synergie door diversificatie omdat de portefeuille, de combinatie van alle individuele beleggingen, beter presteert dan de individuele onderdelen. Door verschillende beleggingsobjecten te combineren treedt er risicodemping op.

Het verwachte portefeuillerisico en rendement kan worden berekend, waarbij het risico uitgedrukt wordt in een standaarddeviatie. Deze is een functie van drie grootheden: de gewichtsverdeling van de beleggingen, de risico's van de separate beleggingen en de correlatie tussen deze beleggingen (al-

le formules zijn opgenomen in bijlage 3). Figuur 9 geeft een portefeuille weer van twee beleggingen (A en B). Door de verhouding tussen A en B te variëren, kunnen alle punten op de lijn bereikt worden. Het verschil tussen deze lijn en een rechte lijn van A naar B is de risicodemping die optreedt. De curve wordt de *efficient frontier* genoemd.

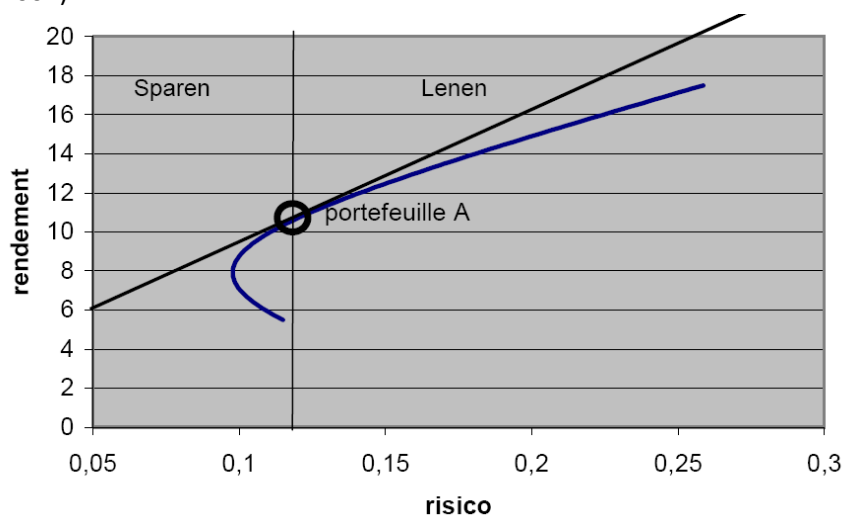


Figuur 9: de efficient frontier van Markowitz (Marquard, 2007)

2.3.2 Sharpe ratio

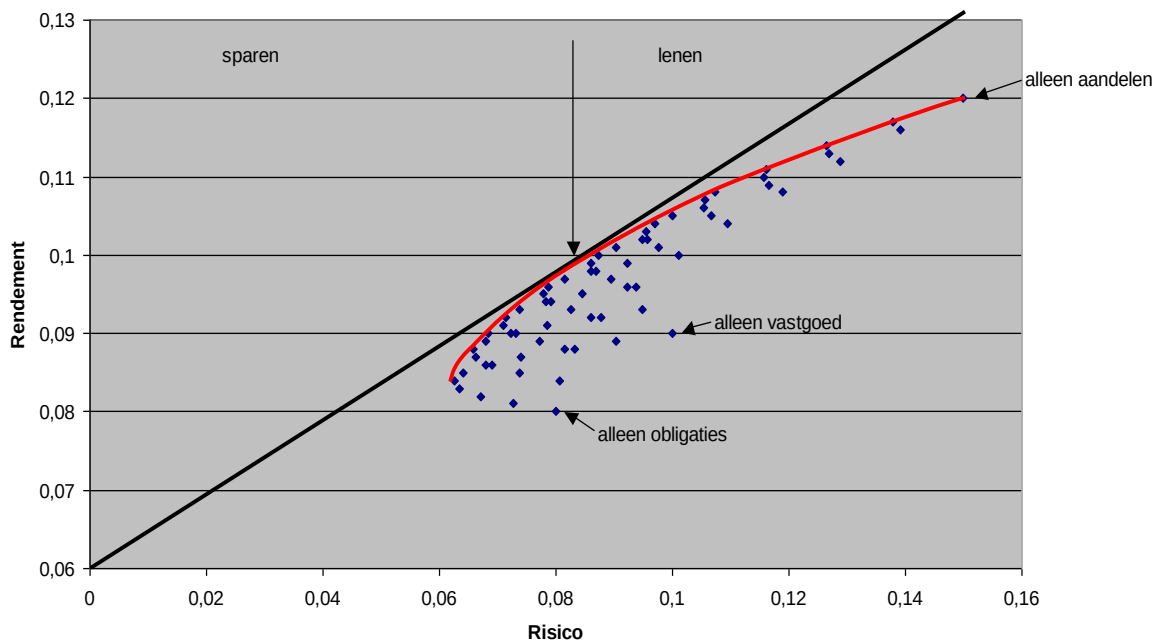
De MPT gaat ervan uit dat alle vermogensobjecten risico hebben. William Sharpe voegt hier aan toe dat een belegger ook een deel van zijn vermogen op een risicovrije spaarrekening kan zetten. De belegger maakt dan (een laag) rendement zonder risico te lopen, het risicovrije rendement. De optimale belegging wordt gevonden door de Sharpe ratio te berekenen: het marktrendement min het risicovrije rendement, gedeeld door de in de markt gemiddelde standaarddeviatie.

Wanneer een lijn wordt getekend vanuit het risicovrije rendement op de y-as met de Sharpe ratio als helling, raakt deze precies de *efficient frontier*. Dat raakpunt is de Sharpe-optimale portefeuille. De lijn heet *capital market line* (CML). De portefeuilles op de CML links van het raakpunt bestaan voor een deel uit risicovrije assets, rechts ervan wordt bijgeleend geld ook belegd. Dit is weergegeven in figuur 10 (Marquard, 2007).



Figuur 10: Capital Market Line (Marquard, 2007)

Door de verschillende portefeuilles te plaatsen in een risico-rendement grafiek kan met behulp van de *efficient frontier* en de *capital market line* de optimale portefeuille bepaald worden, zie figuur 11. Hierin is duidelijk dat een portefeuille die bestaat uit alleen obligaties niet efficiënt is, bij dat risico is er een portefeuille met een hoger rendement. Voor de portefeuille met alleen vastgoed geldt hetzelfde. De portefeuille met alleen aandelen is efficiënt, want er is geen andere mogelijkheid met meer rendement bij dat risico, maar hij is niet Sharpe-optimaal.



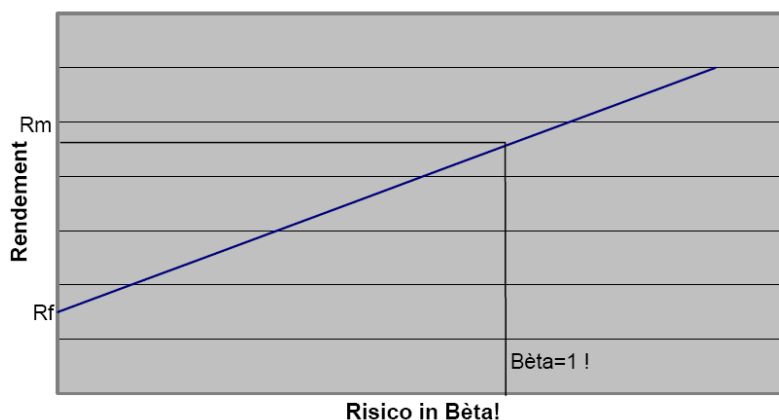
Figuur 11: Bepaling optimale portefeuille (Marquard, 2010b)

2.3.3 Capital Asset Pricing Model

In de voorgaande modellen werd het gedrag van een enkele belegger bekeken. Het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) gaat ervan uit dat alle beleggers rationele personen zijn en dezelfde kennis hebben. Omdat alle beleggers hun rendements/risicoverhouding willen optimaliseren, zullen allen beleggen in portefeuille A (figuur 10), aangevuld met lenen of sparen. A is de marktportefeuille, bestaand uit alle *assets* in de markt in de verhouding waarin ze aanwezig zijn de markt.

Wanneer een belegger wil weten welke rendements/risicoverhouding een individueel object hoort te hebben, kan dit object vergeleken worden met de marktportefeuille. Dit gebeurt in het *Capital Asset Pricing Model* van Sharpe, Lintner en Mossin. Het rendement op een beleggingsobject is gelijk aan de risicovrije rente, plus een risico opslag. Deze opslag bestaat uit het marktrendement min het risicovrij rendement, vermenigvuldigd met een voor het object geldende risico- β . Het totale risico wordt hierin dus gesplitst in een marktrisico en een specifiek risico van een investering. Het specifieke risico kan worden verwijderd doormiddel van diversificatie in de portefeuille. Het marktrisico (systematische risico) wordt weergegeven met β , de verhouding tussen het risico van het object en van de markt. Hierbij betekent een β van 1,0 volledige correlatie met de markt als geheel. Defensieve beleggingen hebben doorgaans een β tussen 0,0 en 1,0, meer agressieve beleggingen hebben een β

ta tussen 1,0 en 2,0. Het CAPM model is weergegeven in figuur 12. De lijn die vertrekt vanuit het risicovrije rendement (R_f) is de zogenaamde *security market line*. Deze snijdt de marktportefeuille. (Marquard, 2007)



Figuur 12: CAPM met de security market line (Marquard, 2007)

Wanneer een belegger de bèta, het voor het object geldend risico weet, kan hij door middel van CAPM het vereiste rendement bepalen. Dit betekent dat het van belang is om het risico van een belegging goed in kaart te brengen. In de onderstaande paragrafen wordt ingegaan op de verschillende beleggingsmogelijkheden (*asset classes*) en daarna wordt gefocust op vastgoed. Daarbij wordt gekeken naar welke factoren invloed hebben op het risico van een vastgoedobject.

2.3.4 Asset classes

In de besproken modellen zijn verschillende *asset classes* genoemd. De bekendste *asset classes* die onderscheiden worden zijn: obligaties, aandelen, *private equity*, vastgoed, infrastructuur, grondstoffen en valuta. Elke *asset class* heeft specifieke karakteristieken en bijbehorend risico en rendement. Zo hebben obligaties een lager gemiddeld rendement dan aandelen, maar ook een lagere volatiliteit. (Nijman, 2002)

Pensioenfondsen maken hun verplichtingen en de kenmerken van hun beleggingen inzichtelijk in een *Asset Liability Management* (ALM) studie. Hierbij wordt het risico van de portefeuille bekeken ten opzichte van de verplichtingen van het pensioenfonds. Vervolgens wordt in combinatie met het bovenstaande de verhouding (*assetmix*) bepaald tussen de verschillende beleggingsmogelijkheden (*asset classes*). Dit wordt uitgediept in hoofdstuk 4.1.

De verplichtingen van pensioenfondsen zijn de kenmerken van de pensioenregeling, premiehoogte, acceptatie van verandering in premie, omgaan bij tegenvallers, indexatiebeleid en initiële dekkingsgraad (van Gool et al., 2007).

2.3.5 Vastgoed als belegging

Aangezien vastgoed van oudsher de belangrijkste waardemaker in gebiedsontwikkeling is, worden de karakteristieken van vastgoed verder uitgediept. Van Gool et al. 2007 geven de belangrijkste karakteristieken van direct vastgoed. (Direct) onroerend goed

- is een vermogensobject én productiemiddel;
- is niet verplaatsbaar;

- is heterogeen op objectniveau;
- heeft een groot aantal lokale deelmarkten met eigen karakteristieken;
- heeft een imperfecte markt doordat er geen doorlopende prijsvorming is;
- kent relatief hoge eenheidsprijzen;
- kent hoge transactiekosten;
- is illiquide;
- kent een lange levensduur;
- kent een lange productietijd;
- kent een grote mate aan overheidsregelgeving;
- is als beleggingsvorm zeer managementintensief.

Van Gool et al. (2007) presenteren ook de belangrijkste **voordelen** van beleggen in direct vastgoed:

- vrij stabiele stroom directe inkomsten;
- aantrekkelijk rendement bij een beperkt risico;
- additionele portefeuillediversificatie;
- redelijke bescherming tegen inflatie;
- meer rendement door intensief management;
- de mogelijkheid te kunnen profiteren van specifieke kansen door inefficiëntie in de vastgoedmarkt;
- gebruik kunnen maken van fiscale voordelen.

De belangrijkste **nadelen** genoemd door van Gool et al. (2007) voor beleggen in vastgoed zijn de volgende:

- zeer kennis- en management intensieve beleggingsvorm;
- vanwege het heterogene karakter illiquide in vergelijking met aandelen en obligaties;
- performancemeting en benchmarking zijn lastig vanwege taxeren en indirecte rendementen, waardoor het risico (de standaarddeviatie) moeilijk te bepalen is;
- trekt vanwege het attractieve en ondoorzichtige karakter van de markt ook spelers aan met minder eerzame motieven.

2.3.6 Selectie van het juiste vastgoedobject

De moderne portefeuilletheorie beschrijft dat het zinvol is om beleggingen te spreiden over verschillende *asset classes*. Op basis hiervan bepaalt een belegger zijn portfoliostrategie. Het *capital asset pricing model* helpt het vereiste rendement te bepalen van een specifiek beleggingsobject. Dit gebeurt door het risico van het specifieke object te vergelijken met het marktgemiddelde. Vervolgens kan het vereiste rendement bepaald worden.

In de vorige paragraaf werd gesteld dat vastgoed de belangrijkste waardemaker is voor gebiedsontwikkeling. In deze paragraaf wordt daarom ingegaan op de factoren die een rol spelen bij de selectie van een vastgoedobject, om dit later op te schalen naar een gebiedsontwikkeling.

Gezien het heterogene karakter van vastgoed gaat het selecteren van een beleggingsobject anders dan het kopen van aandelen of obligaties. Studie van Elshout (2008) laat zien dat in de literatuur een

veelheid aan factoren wordt gebruikt om het risico-rendementsprofiel te bepalen van een vastgoedfonds. Hierbij valt op dat vaak formules gebruikt worden die lijken op CAPM. Eerst wordt bepaald of een vastgoedsector (bijvoorbeeld kantoren of huurwoningen) interessant is, vervolgens spelen ook object specifieke factoren als bezettingsgraad en locatie een rol. Net als in CAPM wordt dus het risico van een object in kaart gebracht, zodat vervolgens bepaald kan worden welk rendement het moet opleveren.

In dit onderzoek zal voor gebiedsontwikkeling worden gewerkt met dezelfde onderstaande factoren, aangezien deze ook ingezet kunnen worden om het juiste vastgoedobject te selecteren wanneer rekening gehouden moet worden met een bestaande portefeuille:

- percentage direct rendement;
- sector;
- stadium in de levenscyclus;
- bezettingsgraad (hoeveelheid verhuurd oppervlak van totaal verhuurbaar oppervlak);
- concentratie einde huurovereenkomsten;
- gemiddelde huurtermijn;
- *leverage*;
- markt en locatie;
- mate van mogelijke controle;
- omvang vastgoed en aantal objecten;
- kwaliteit en aantal huurders;
- *Internal Rate of Return* (IRR, effectief rendement).

Het nut van de bovenstaande factoren wordt verder vergroot doordat ze in het veldonderzoek verder geoperationaliseerd, geconcretiseerd en getoetst worden. Het onderstaande geeft eerst een conclusie van het theoretisch kader, waarbij het schema van figuur 6 (pagina 10) ingevuld wordt.

2.4 Conclusie theoretisch kader

Het theoretisch kader geeft antwoord op de onderstaande vraag:

Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger beïnvloeden in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase?

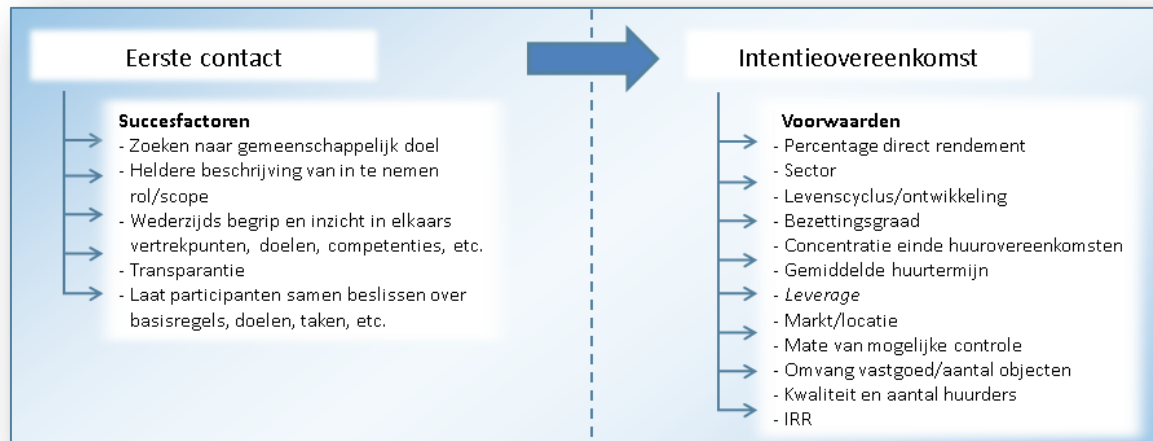
Dit is gedaan door het doel van de initiatieffase 'succes' te noemen en te definiëren als 'het tekenen van de intentieovereenkomst met als doel gezamenlijke (her)ontwikkeling van een gebied'. Vervolgens zijn de volgende vragen gesteld: welke factoren vergroten de kans op succes (procesmatig) en welke factoren moeten onderdeel van het succes zijn (voorwaarden).

Gesteld is verder dat dit onderzoek uitsluitend kijkt naar de initiatieffase: de periode van eerste contact tussen gemeente en pensioenfonds tot en met het sluiten van een intentieovereenkomst tussen de twee.

In gebiedsontwikkeling zijn partijen wederzijds van elkaar afhankelijk en wordt geprobeerd waarde te creëren en deze te verdelen. Daarom zijn de netwerktheorie, die ingaat op het functioneren in wederzijdse afhankelijkheid en *negotiation theory*, die ingaat op het creëren en verdelen van waarde, on-

misbaar. In combinatie met relevante literatuur over gebiedsontwikkeling zijn hieruit succesfactoren opgesteld voor het proces.

Om het doel van pensioenfondsen beter te begrijpen is ingegaan op relevante beleggingstheorie en is een lijst met voorwaarden gecreëerd, die onderdeel moet zijn van de intentieovereenkomst. Dit leidt tot figuur 13.



Figuur 13: Ingevuld model initiatieffase

Onder Methodologie in hoofdstuk 3 is beschreven hoe de factoren uit figuur 13 nader geoperationaliseerd en geconcretiseerd worden door middel van veldonderzoek. Later in dit onderzoek wordt ook een verdienmodel ontworpen dat past bij de samenwerking tussen gemeente en pensioenfondsen.

3 Methodologie

Dit hoofdstuk behandelt de methodologie van dit onderzoek. Eerst wordt ingegaan op de onderzoeksfilosofie, vervolgens op de onderzoeksstrategie en dataverzameling en daarna wordt het onderzoeksmodel gepresenteerd. Het raamwerk voor dataverzameling wordt beschreven in hoofdstuk 3.4. Afgesloten wordt met een beschrijving van de toegepaste data analyse in 3.5.

3.1 Onderzoeksfilosofie

Dit onderzoek hanteert de *Business Problem Solving* (BPS) filosofie van Van Aken, Berends, & Van der Bij (2007). Zij presenteren een praktijkgerichte methodologie die erop gericht is de performance van een bepaald (bedrijfs)systeem te verbeteren. Deze methodologie past bij het huidige onderzoek omdat het doel ook is de prestaties in gebiedsontwikkeling te verbeteren door pensioenfondsen toe te voegen als partij.

De methodologie is *performance focused*, wat betekent dat een daadwerkelijke prestatieverbetering het primaire doel is. Het is *design-oriented*, wat betekent dat de onderzoeksactiviteiten ontworpen zijn volgens een vooraf bepaalde aanpak. Het is *theory-based*, dat betekent dat probleemanalyse en oplossingsontwerp zijn gebaseerd op breed en begripvol, kritisch en creatief gebruik van de meest recente kennis. Het is *justified*, het zorgt voor een werkbare verbetering voor de klant. En tenslotte is het *client-centred*, wat betekent dat de cliënt en zijn systeem centraal staan en met respect worden behandeld. BPS houdt rekening met een *fuzzy*, ambigue en politiek geladen werkelijkheid. Dit is terecht voor het huidige onderzoek, waarin het probleem ontrafeld moet worden vanuit een *problem mess* en waarin doelen, werkwijzen en beweegredenen van partijen niet meteen duidelijk en aan politieke krachten onderhevig zijn.

3.2 Onderzoeksstrategie en dataverzameling

De keuze voor een bepaalde strategie bestaat volgens Verschuren en Doorewaard (2007) uit drie kernbeslissingen: breedte of diepte, kwantificerend of kwalificerend en voorkeur voor empirisch versus bureauonderzoek. Door voorstudie van bestaande literatuur en gesprekken met adviseurs ontdekte de onderzoeker dat beleggen in gebiedsontwikkeling een nieuw terrein is waar weinig kennis over bestaat. Er is daarom gekozen voor een diepteonderzoek (als tegenhanger van een breedteonderzoek). Hierbij kunnen verschillende facetten van de problematiek bekeken worden. Dit zorgt voor minder generaliseerbare resultaten, maar biedt wel de mogelijkheid tot diepgang, detaillering, complexiteit en een sterke onderbouwing (Verschuren en Doorewaard, 2007). Hiermee samenhangend is gekozen voor een kwalificerend onderzoek, ook omdat verwacht wordt dat de problematiek niet in cijfers te vangen is. Om dit praktijkprobleem zo goed mogelijk te benaderen en omdat de literatuur nauwelijks de diepte ingaat, is gekozen voor het doen van empirisch onderzoek. De context wordt echter eerst benaderd vanuit de theorie, zoals past in de gedachte van BPS.

Een BPS project volgt de regulatieve cyclus van Van Strien (Van Aken et al., 2007). Deze cyclus begint bij de *problem mess* waaruit een probleemdefinitie geformuleerd wordt. Hierna volgt analyse en dia-

gnose; een plan van aanpak; de interventie en vervolgens de evaluatie. Tijdens de uitvoering van deze stappen worden de hierboven genoemde criteria toegepast. Een voorbeeld hiervan is het duidelijk definiëren van het probleem samen met de klant, door met hem uiteen te rafelen waar het probleem in gebiedsontwikkeling ligt.

Dit onderzoek is uitgevoerd bij AT Osborne, een onafhankelijk advies- en managementbureau met als werkterreinen huisvesting en vastgoed, infrastructuur, gebiedsontwikkeling en milieu. Het bureau levert diensten als project- en procesmanagement en expertise op het gebied van techniek, financiën, risico's, milieu, allianties en juridische vraagstukken. AT Osborne treedt veelvuldig op als adviseur van diverse gemeenten. Hiermee wordt AT Osborne ook probleemhebber (en klant) in dit onderzoek. Dit maakt het gerechtvaardigd om adviseurs van AT Osborne te laten spreken voor de gemeente, de eerdergenoemde probleemhebber in deze studie.

Zoals aangegeven volgt dit onderzoek de regulatieve cyclus van Van Strien. De onderzoeksstrategie is ontworpen aan de hand van deze cyclus. De onderzoeksvragen uit hoofdstuk 1.5 zijn hier het resultaat van. Elke vraag wordt hieronder behandeld. Hierbij is aangegeven welke dataverzamelingstechnieken gebruikt worden. Na bespreking van de vragen worden de karakteristieken van de dataverzamelingstechnieken besproken. Bijlage 4 geeft een lijst van geïnterviewde personen.

1. *Wat zijn de oorzaken van de problemen in het huidige verdienmodel in gebiedsontwikkeling in de praktijk?*

Zoals hoofdstuk 1 liet zien is deze vraag eerst behandeld door middel van literatuuronderzoek. Om de *problem mess* beter te doorgronden en ook de praktische kant te begrijpen is vervolgens het veld ingegaan. Voor dataverzameling is hier gekozen voor een combinatie van exploratieve half gestructureerde interviews en voor een *expertmeeting/focus group*.

De interviews zijn gehouden met adviseurs werkzaam bij de klantorganisatie (AT Osborne) in gebiedsontwikkeling. Ook zijn interviews gehouden met twee leidende figuren bij verschillende projectontwikkelaars die zich beiden bezig houden met gebiedsontwikkeling en gebiedsexploitatie.

Na de interviews is gebruik gemaakt van een *expertmeeting/focus group*, waarbij de onderzoeker optrad als moderator. Zeven experts namen deel, allen van de klantorganisatie en met twee of meer jaar ervaring in gebiedsontwikkeling. De *focus group* is ook gebruikt voor het testen van de uitkomsten van de literatuurstudie in hoofdvraag 2.

2. *Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger beïnvloeden in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase?*

a. *Welke succesfactoren onderscheidt de theorie voor samenwerking in een gebiedsontwikkelingsproject in de initiatieffase?*

b. *Welke voorwaarden onderscheidt de theorie voor het selecteren van een belegging?*

Hoofdvraag 2 is beantwoord door middel van literatuurstudie en een *expertmeeting* en resulteerde in het ingevulde schema aan het eind van het theoretisch kader (figuur 13, pagina 21). Zoals beschreven in het theoretisch kader is de *expertmeeting* gebruikt om rangschikking aan te brengen in de succesfactoren uit de theorie en om deze eerst aan te vullen. De rangschikking vond plaats door de experts

afzonderlijk de belangrijkste vijf factoren aan te laten geven. De meest belangrijke factor kreeg vijf punten, vervolgens vier, drie, twee en een punt. Door de scores op te tellen werden de belangrijkste factoren gevonden. De criteria 'meer dan twee keer gescoord' en 'meer dan vijf punten' leverden in totaal vijf succesfactoren. De experts zijn het eens met de methode en uitkomst, gaven zij aan tijdens de terugkoppeling.

3. Wat moet aangepast worden aan de opgestelde factoren, na confrontatie met de praktijk?

Als basis voor het beantwoorden van hoofdvraag 3 zijn de bevindingen uit hoofdvragen 1 en 2 geconfronteerd met de praktijk. Voor het testen, operationaliseren en concretiseren van de voorwaarden voor beleggen vanuit pensioenfondsen na het ontwerp uit de theorie, zijn 4 personen geïnterviewd bij verschillende pensioenfondsen/vermogensbeheerders. Omdat in gesprek met adviseurs van de klantorganisatie bleek dat er weinig inzicht is in hoe een pensioenfonds handelt, is juist ook de totstandkoming van portfoliostrategie besproken in de interviews.

Verder is gebruik gemaakt van de *casestudy*-methode. Doel van de *casestudy* was het uittekenen van het gebruikte verdienmodel in een gebiedsontwikkelingsproject, als basis voor het te ontwerpen nieuwe verdienmodel. Hierin zijn twee dataverzamelingstechnieken toegepast: documentstudie en interviews. Als voorbereiding zijn documenten bekeken op verschillende websites betreffende de *case*. Daarna werd een dubbelinterview gehouden met de projectmanager vanuit de gemeente en de betrokken adviseur vanuit AT Osborne. Ook werd een interview gehouden met de projectleider van de samenwerking tussen ontwikkelaar, aannemer en financier.

4. Hoe kan een verdienmodel eruit zien en welke procesfactoren zijn bepalend in de initiatieffase? Wat zijn de voordelen van het nieuwe verdienmodel ten opzichte van het traditionele?

Na het beantwoorden van hoofdvragen 1-3 is er genoeg informatie voor het beantwoorden van vraag vier. Enerzijds worden ontwerpregels opgesteld voor het nieuwe verdienmodel om vervolgens aan de hand van de geldstromen uit de *casestudy* een nieuw verdienmodel te ontwerpen. Anderzijds dient het antwoord op hoofdvraag drie als basis voor het ontwerp van het procesmodel. Het ontwerp betreft een creatief proces bestaand uit verschillende cycli van synthese en evaluatie. Vervolgens is het ontwerp getest in een *expert meeting* en daarna ter toetsing neergelegd bij een jurist.

3.2.1 Documentstudie

Voorafgaand aan de interviews, *focus group* en *casestudy* zijn verschillende documenten en websites geraadpleegd. Hierdoor werd een algemeen beeld gekregen van de situatie, waarna tijdens de interviews de diepte kon worden ingegaan. Hiernaast is de techniek toegepast om meer inzicht te krijgen in de strategische beslissingen van pensioenfondsen omtrent hun portfoliosamenstelling.

3.2.2 Half gestructureerde interviews

Het voordeel van interviews is dat goed doorgevraagd kan worden op achterliggende gedachten. Er is gebruik gemaakt van een topic list en een aantal voorbereide open vragen. Ook is rekening gehouden met de voorschriften zoals gepresenteerd door Leedy en Ormrod (2005, pp. 147-149) en Van Aken, Berends, & Van der Bij (2007, pp. 134-135). Interviews worden op verschillende momenten tijdens het

onderzoek ingezet. Bij het gebruik van half gestructureerde interviews heeft de respondent de mogelijkheid uit te weiden over zaken die hij belangrijk acht. Daardoor wordt een breed beeld van de situatie verkregen.

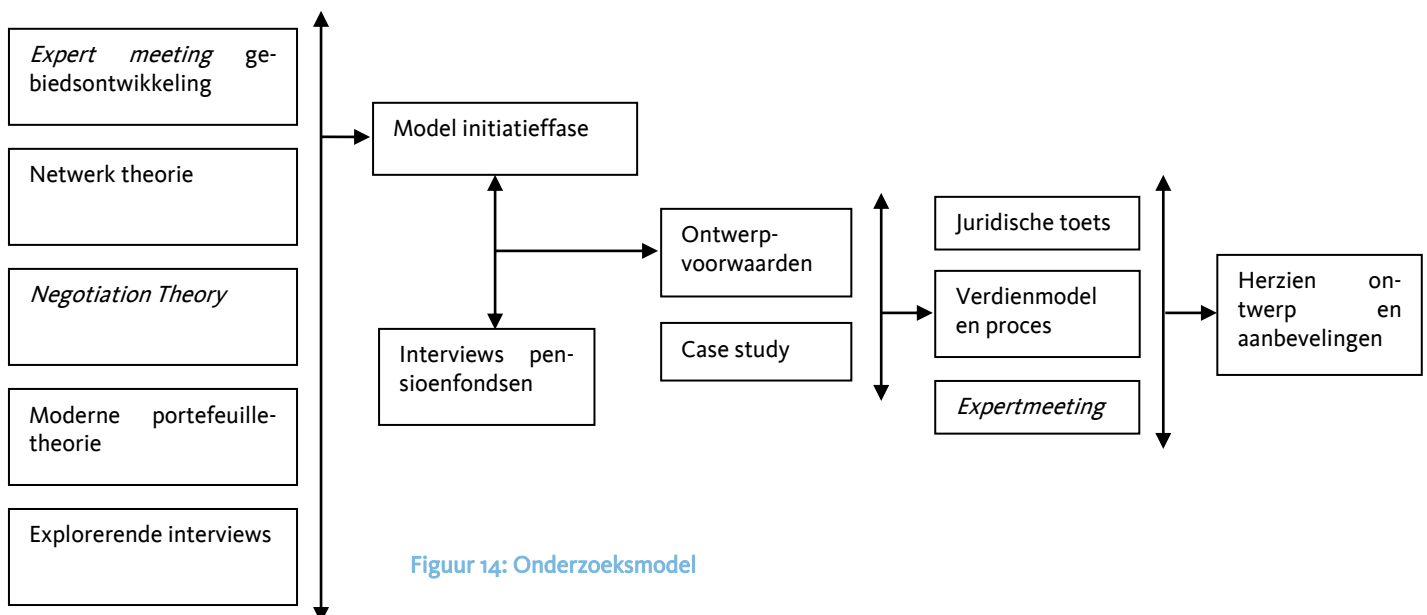
Alle interviews zijn gehouden in het kantoor van de geïnterviewden en duurden 45 tot 75 minuten. Uitzondering hierop is het interview met de heer Atema, hij is door de onderzoeker tweemaal telefonisch gesproken (15 minuten en 25 minuten).

3.2.3 Focus group/expert meeting

Van Aken, Berends, & Van der Bij (2007) geven aan dat een *focus group* als voordeel heeft dat het gemakkelijk inzicht geeft in de verschillen en overeenkomsten tussen meningen van groepsleden. Het is gemakkelijker de ware mening van leden boven tafel te krijgen en opmerkingen van anderen stimuleren leden van de *focus group* om hun mening nader te verklaren. De methode is twee keer toegepast, in het kantoor van de respondenten. De eerste keer is het gebruikt met drie doelen: het aanvullen van de lijst met succesfactoren voor samenwerking in de initiatieffase, het rangschikken van de aangevulde lijst en het duidelijk krijgen van de grootste problemen in gebiedsontwikkeling. De tweede sessie diende twee doelen: het toetsen van het ontwerp van het nieuwe verdienmodel door expliciet te vragen naar de toepasbaarheid en mogelijke knelpunten en het inleiden van de operationalisering van de vijf succesfactoren uit het procesmodel. Na het bespreken van een voorbeeld hebben de leden van de *focus group* per email hun operationalisatie gedeeld met de onderzoeker.

3.3 Onderzoeksmodel

Het onderstaande schema geeft het onderzoeksmodel weer, dat hierboven in woorden beschreven is. Verticale pijlen geven een vergelijking aan, de horizontale pijl geeft vervolgens aan waar het toe leidt, het resultaat.



Figuur 14: Onderzoeksmodel

3.4 Raamwerk dataverzameling

Vanuit het theoretisch kader in combinatie met de onderzoeksstrategie zijn vragen geformuleerd die gezamenlijk antwoord geven op de hoofdvragen en leiden tot ontwerpvoorwaarden voor het verdienmodel en procesmodel. Bijlage 5 geeft alle interviewvragen weer. Onderstaande tabel geeft de onderlinge verhouding weer. De cijfers in de tabel geven de betreffende interviewvragen aan.

Tabel 1: Raamwerk dataverzameling

Thema	Deelthema	Pensioenfonds	Ontwikkelaar	Adviseur
Problemen in GO			2.2	3.1
Beleggen in GO	Beleid	1.1,1.2		
	Voorwaarden	1.3		
	Knelpunten	1.4	2.3, 2.4	3.3
	Oplossingen/vormen	1.5	2.3, 2.5	3.2
Voordelen ketenbetrokkenheid		1.6	2.1	

3.5 Data analyse

Data analyse is gebeurd door middel van *coding*. Alle interviews zijn opgenomen en uitgeschreven. Vervolgens zijn alle interviews los van elkaar gecodeerd door middel van open codering. Betekenisvolle fragmenten in interviews worden hierbij onderscheiden en krijgen een naam (code). Zo worden de verschillende relevante thema's binnen interviews duidelijk. Vervolgens is door middel van axiaal coderen een vergelijking gemaakt tussen de verschillende interviews met dezelfde onderwerpen. Tabel 1 op pagina 28 geeft de verschillende thema's weer.

Tijdens het hele onderzoek en in het bijzonder tijdens de data analyse is gebruikt gemaakt van *memoing*, zoals beschreven door Babbie (2010). Hierbij schrijft de onderzoeker memo's naar zichzelf om zijn gedachten te ordenen en geen delen van de data analyse te verliezen. Deze memo's worden regelmatig terug gelezen.

In hoofdstuk vier worden alle geïnterviewden kort beschreven. Ook wordt daar per interviewvraag een overzicht van antwoorden gegeven op de verschillende vragen door de betreffende partijgroepen. Meteen erna volgt de *cross analyse*. Dit alles leidt tot ontwerpvoorwaarden voor het te ontwerpen verdienmodel.

4 Data analyse

Dit hoofdstuk beschrijft de analyse van de data die verzameld is volgens de methode die beschreven is in hoofdstuk 3.2. Het hoofdstuk bestaat uit drie hoofddelen: analyse van de interviews, formuleren van ontwerpvoorwaarden en beschrijving van een *casestudy*. In het eerste deel worden de geïnterviewden en resultaten besproken, waarna de resultaten met elkaar worden geconfronteerd. In het tweede deel worden hieruit ontwerpvoorwaarden gedefinieerd die het mogelijk maken een nieuw verdienmodel te ontwerpen. Het derde deel beschrijft een praktijkvoorbeeld van gebiedsontwikkeling dat dient als realistische basis voor het ontwerpen van een nieuw verdienmodel.

4.1 Analyse van de interviews

Dit hoofdstuk schetst eerst kort het profiel van de verschillende respondenten. Hierna wordt de verzamelde data geanalyseerd. Dit leidt tenslotte tot ontwerpvoorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling. Tabel 1 uit hoofdstuk 3.5 dient als hulpmiddel hiervoor, zoals hieronder herhaald. De data analyse gebeurt op thema en deelthema. Hierbinnen worden de resultaten per respondentengroep (pensioenfonds, ontwikkelaar en adviseur) apart beschreven, waarna meteen in een *cross* analyse de bevindingen uit de verschillende groepen met elkaar geconfronteerd worden.

Tabel 2: Raamwerk dataverzameling

Thema	Deelthema	Pensioenfonds	Ontwikkelaar	Adviseur
Problemen in GO			✓	✓
Beleggen in GO	Beleid	✓		
	Voorwaarden	✓		
	Knelpunten	✓	✓	✓
	Oplossingen/vormen	✓	✓	✓
Voordelen ketenbetrokkenheid		✓	✓	

4.1.1 Respondenten

Voor de modeltoetsing zijn drie groepen respondenten benaderd: pensioenfondsen, ontwikkelaars en adviseurs. Deze worden hieronder kort toegelicht. Vervolgens worden de deelthema's behandeld.

Pensioenfondsen zijn geïnterviewd om hun beleggingsstrategie te achterhalen, inclusief de voorwaarden voor beleggen die hieruit voortkomen. Deze beleggingsstrategie bestaat uit verschillende niveaus. De respondenten reflecteren deze niveaus en zijn actief op verschillende afdelingen van pensioenfondsen. Omdat bleek dat pensioenfondsen het beleggen vaak uitbesteden aan vermogensbeheerders is in de fase van dataverzameling in chronologische volgorde gesproken met:

- Dhr. J. Dirks, directeur Rabobank Pensioenfonds;
- Drs. P. van Marle, teammanager Investor Relations Syntrus Achmea;

- Dhr. P. Atema MSc, portfoliomanager real estate APG;
- Drs. G. Verhoef, head of Private Real Estate PGGM.

De motivatie voor deze keuze is pragmatisch: de onderzoeker kwam via zijn netwerk in contact met de eerste respondent. Deze introduceerde de onderzoeker vervolgens bij de tweede respondent. Dankzij deze interviews had de onderzoeker genoeg overzicht over de markt van pensioenbeheer. Vervolgens heeft hij ook twee van de drie andere grote vermogensbeheerders voor pensioenfondsen benaderd: APG en PGGM. Het doel van alle interviews is het verkrijgen van antwoorden op de volgende vragen: hoe komt het beleggingsbeleid van een pensioenfonds tot stand; welke partij voert het beleggingsbeleid uit; welke factoren moeten er worden toegevoegd aan of verwijderd van de lijst van voorwaarden voor beleggen; welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling; welke vormen van beleggen in gebiedsontwikkeling zijn er; en welke voordelen biedt vroege betrokkenheid.

Ontwikkelaars zijn geïnterviewd omdat zij acteren in het veld tussen belegger en gemeente. In de interviews is ingegaan op de huidige problemen in gebiedsontwikkeling, op mogelijkheden voor beleggen in gebiedsontwikkeling en de voordelen van ketenbetrokkenheid in gebiedsontwikkeling. Respondenten waren chronologisch:

- Drs. H. Aarts MRE, directeur gebiedsontwikkeling AMVEST;
- Dhr. P. Rodermond, director Investments TCN.

De motivatie hiervoor is dat beide partijen zich bezig houden met gebiedsontwikkeling en focussen op de langjarige exploitatie van vastgoed. Daarbij gaat het bij de eerste partij zelfs om het ontwikkelen met pensioengeld van PGGM. De volgende vragen zijn besproken: wat zijn de grootste problemen die optreden in gebiedsontwikkeling; welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling; welke vormen van beleggen in gebiedsontwikkeling zijn er; en welke voordelen biedt vroege betrokkenheid.

Adviseurs van AT Osborne zijn geïnterviewd omdat zij veelvuldig optreden als adviseur van verschillende gemeenten op het gebied van gebiedsontwikkeling en vastgoed. Omdat zij gezamenlijk inzicht hebben in de situatie van een groot aantal gemeenten is in twee expertsessies is gesproken met in totaal elf adviseurs, waarvan zes senior adviseurs:

- Ir. R.J. Baas, senior project- en procesmanager gebiedsontwikkeling;
- Drs. J.W. Kuil, senior bedrijfskundig adviseur gebiedsontwikkeling;
- Ing. A. Miggelenbrink, senior project- en procesmanager gebiedsontwikkeling;
- Ir. I.L. van Ophem, senior adviseur gebiedsontwikkeling;
- Ir. A.R. Schütte, senior adviseur gebiedsontwikkeling;
- Drs. A.T. Spanjers, senior project- en procesmanager gebiedsontwikkeling.

De motivatie voor deze keuze is dat alle uitgenodigde adviseurs betrokken zijn in het veld van gebiedsontwikkeling. De volgende vragen zijn hierbij behandeld: wat zijn de grootste problemen die optreden in gebiedsontwikkeling; welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling; welke vormen van beleggen in gebiedsontwikkeling zijn er.

4.1.2 Problemen in gebiedsontwikkeling

De voorbereiding van dit onderzoek (explorerende interviews en literatuurstudie) liet zien dat er verschillende probleempercepties bestaan over de crisis in gebiedsontwikkeling. Daarom is er in de interviews met ontwikkelaars en in de *expertmeeting* met adviseurs gevraagd naar wat de grootste problemen in de praktijk van gebiedsontwikkeling zijn. De antwoorden van beide partijen worden hieronder besproken en daarna vergeleken.

Ontwikkelaars geven aan dat het erg moeilijk is om financiering te krijgen voor ontwikkelingen en grondposities. Banken stellen strengere eisen ten aanzien van *Loan to Value*³ en *Loan to Costs*⁴. Dat er waardecreatie plaatsvindt wordt niet meegenomen in het krijgen van financiering. Deze waarde kan alleen te gelde worden gemaakt bij verkoop. Hiernaast geldt dat niet veel banken nog open zijn voor projectfinanciering. Dit heeft als gevolg dat eigen vermogen een grotere rol speelt.

Verder melden de ontwikkelaars dat grondposities minder snel worden ontwikkeld door de stagnerende markt; er ontstaan hoge rentekosten door grondposities en onverkochte woningen. Omdat particulieren moeilijker een hypotheek krijgen is er weinig doorstroom op de markt. Ook het consumentenvertrouwen is laag. Verder is een ontwikkelaar van mening dat gemeenten soms weinig kennis hebben over gebiedsontwikkeling en dat het soms onrealistisch is om bij gronduitgifte de rentekosten op gemeentelijke gronden te willen terugverdienen. De andere ontwikkelaar meldt dat ambitieuze plannen van de overheid in de ijskast belanden waardoor ontwikkelingen niet starten.

Adviseurs van de gemeente zijn het er na een onderlinge brainstorm en debat over eens dat in ieder geval de volgende problemen optreden in gebiedsontwikkeling. Deze zijn op te delen in twee blokken, het eerste blok richt zich op algemene problemen in gebiedsontwikkeling. Er is geen hiërarchie aangegeven.

- vraag < aanbod (er bestaan verschillen per locatie en segment);
- leegstand;
- verschuiving van ontwikkeling naar herontwikkeling;
- krimp;
- de markt vraagt om een eindproduct, niet om een ontwikkeling;
- grondbezit en verdeeldheid van posities maken gebiedsontwikkeling complex;
- afstemming van vastgoed op de openbare ruimte blijkt lastig.

Het tweede blok is gericht op problemen van financiële aard. Ook hier is geen hiërarchie aangegeven door de geïnterviewden.

- verandering van lange termijn perspectief en perceptie: men twijfelt aan de zekerheid van investeringen in vastgoed;
- strenge financieringseisen (hypotheek + financiële instellingen);
- stagneren/vastzitten huizenmarkt;

³ De verhouding tussen de lening en de waarde van het gefinancierde object

⁴ De verhouding tussen de lening en de totale kosten van een project

- stijgende benodigde investeringen met betrekking tot locatie (om 'zelfde' kwaliteit te halen): herontwikkeling is duurder ("je bent verplicht de oude rotzooi op te ruimen");
- ruimtelijke kwaliteit wordt niet gehaald omdat bezuinigd wordt op voorzieningen;
- te lage ontwikkelingsrendementen;
- niet realistische grondexploitaties (politiek gekleurd);
- lange termijn duurzaamheidsinvesteringen worden niet betaald door huurders. Beleggers nemen deze rol ook nog niet altijd in.

Conclusie

Ontwikkelaars en adviseurs zijn het erover eens dat de crisis in gebiedsontwikkeling wordt veroorzaakt door een veelheid aan problemen. Beide partijgroepen noemen financiële problemen: financieringseisen zijn strenger vanuit banken voor ontwikkelaars en woningkopers en gemeentelijke grondexploitaties zijn niet realistisch. Ook noemen beide groepen de stagnerende markt als probleem. Waar ontwikkelaars vooral problemen noemen van financiële aard, noemen adviseurs ook zaken als krimp, duurzaamheidsvraagstukken en leegstand.

4.1.3 Beleggen in gebiedsontwikkeling: beleid

Aan de hand van interviews met de genoemde pensioenfondsen/vermogensbeheerders en bureau-onderzoek is de totstandkoming en werking van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen in kaart gebracht. Dit geeft gemeenten inzicht in de werkwijze van pensioenfondsen. Het resultaat hiervan wordt hieronder besproken.

Vaststellen beleid

De heer van Marle (Syntrus Achmea) geeft aan dat pensioenfondsen in toenemende mate zelf aan het stuur zitten bij het vaststellen van hun beleggingsbeleid. Hierbij laten ze zich adviseren door een fiduciair manager⁵, geeft ook de directeur van Rabobank Pensioenfonds aan. Wanneer een strategische verdeling tussen de hoofdcategorieën is vastgesteld, wordt de nadere invulling hiervan bepaald in overleg met de vermogensbeheerder. Zo doet PGGM een pensioenfonds een voorstel, waarna samen tot overeenstemming wordt gekomen.

Samenstelling van de strategische mix en verdere invulling hiervan gebeurt door eerst een strategie voor het pensioenfonds te bepalen voor bijvoorbeeld drie jaar. Hiervoor wordt een ALM (*asset liability management*) studie gebruikt die de verplichtingen van een pensioenfonds in kaart brengt, in combinatie met de beleggingen. Voor het in kaart brengen van de verplichtingen is onder meer de samenstelling van de populatie van belang.

Selectie van de beleggingsstijl heeft te maken met de gewenste rendements/risicoverhouding van pensioenfondsen. Van Gool et al. (2007) schrijven dat de *European Association for Investors in Non-*

⁵ Fiduciair management komt van het woord fiducie (vertrouwen, Van Dale, 2009). Pensioenfondsen vragen een fiduciair manager als externe partner mee te denken in hun vermogensbeheer en risico's in kaart te brengen en te beheersen. (Financial Investigator, 2010)

Listed Real Estate Vehicles (INREV) drie managementstijlen voor vastgoedbeleggen onderscheidt: *core*; *value added*; *opportunistic*. Van Gool et al. (2007) geven aan dat vastomlijnde definities van de drie stijlen niet bestaan, maar stellen het volgende.

- 'core' heeft de laagste rendements/risicoverhouding;
- 'value-added' staat voor een gemiddelde rendements/risicoverhouding;
- 'opportunistic' heeft de hoogste rendements/risicoverhouding.

Daarbij richten de fondsen zich op een vooraf gecalculeerd rendement, de *Internal Rate of Return*. Het gebruik van vreemd vermogen is een van de criteria voor het vaststellen van het risico. Tabel 3 geeft een overzicht (de precieze getallen zullen door de crisis naar beneden bijgesteld zijn, maar de tabel biedt zinvol inzicht). Uit de interviews blijkt dat pensioenfondsen over het algemeen risico-avers zijn en vooral een *core*, *value-added* stijl hanteren. Opportunistische beleggingsobjecten komen niet veel voor in de portefeuilles.

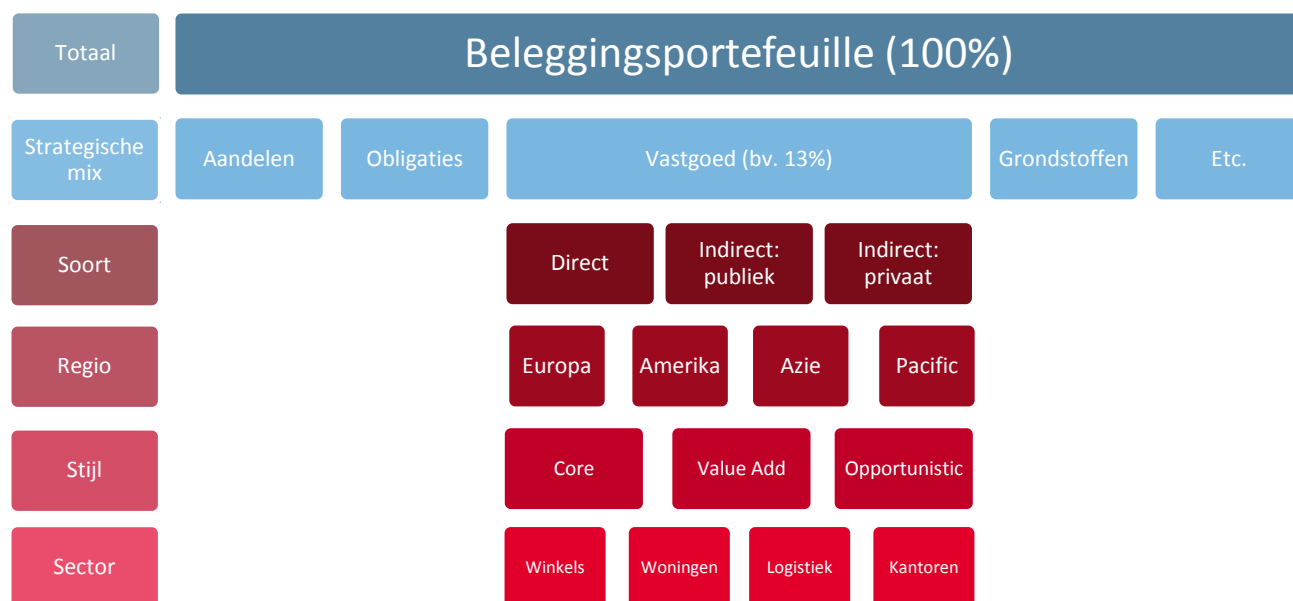
Tabel 3: Indeling in managementstijlen en criteria (INREV, 2004, in Van Gool et al, 2007)

	Rendements/risico-verhouding		
	<i>Core</i>	<i>Value-added</i>	<i>Opportunistic</i>
	Laag risico, laag rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Hoog risico, hoog rendement
IRR-target (geleverage)	$\leq 11,5\%$	$> 11,5\% - 17\%$	$\geq 17\%$
Bandbreedten IRR-target	$> 10\% < 13\%$	$> 13\% - 15,5\%$	$> 15,5\% < 18,5\%$
Aandeel vreemd vermogen	$\leq 60\%$	$> 30\% - 70\%$	$\geq 60\%$

Figuur 15 laat zien dat na het bepalen van de strategische mix de volgende overwegingen gemaakt worden: wordt er direct of indirect (publiek of privaat) belegd; in welke regio's wordt er belegd; welke beleggingsstijl wordt gehanteerd en tenslotte in welke sector moet de te selecteren belegging zitten. Wanneer dit alles bekend is, kan een object of fonds gezocht worden dat hierbij past. Hierbij geldt dat alle combinaties mogelijk zijn, bijvoorbeeld een directe *core* belegging in winkels in Azië of een privaat kantorenfonds in Europa met opportunistische stijl. Hoe vervolgens het juiste object geselecteerd wordt, wordt hieronder besproken onder 'voorwaarden'.

Uitvoering beleid

Het beleggingsbeleid wordt in alle onderzochte gevallen uitgevoerd door de vermogensbeheerder. Deze doet dit in samenspraak met het betreffende pensioenfonds. Wanneer de vermogensbeheerder het Rabobank Pensioenfonds aanraadt om een bepaalde directe belegging te doen, wordt dit object onderzocht door het pensioenfonds voordat akkoord wordt gegaan.



Figuur 15: Beleggingsoverwegingen pensioenfondsen gefocust op vastgoed

Trends

Guido Verhoef (PGGM) stelt dat steeds meer pensioenfondsen overstappen van direct naar indirect beleggen in vastgoed. Voordelen zijn volgens hem dat de organisatie slanker kan zijn, dat risico's beter gespreid zijn en dat indirect beleggen meer liquide is. De beweging richting indirect vastgoed wordt ondersteund door de meest recente cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek. In 1980 bestaat 4,4 procent van de totale vastgoedportefeuille van pensioenfondsen uit indirecte beleggingen, in 2010 is dat 86 procent (CBS, 2011).

Onderzoek van PropertyNL laat zien dat pensioenfondsen in totaal weer zwaarder in vastgoed zitten ten opzichte van de totale portefeuille: de grootste tien pensioenfondsen laten samen een gemiddelde stijging zien van ongeveer 17 procent van het vermogen belegd in vastgoed. Ze zijn samen goed voor een belegd vermogen in vastgoed van ruim 52 miljard euro (Bayraktaroglu, 2011).

Rob Vester, directeur Ontwikkelingsbedrijf van Syntrus Achmea Vastgoed, stelt dat Nederlandse pensioenfondsen 7 miljard euro extra kunnen beleggen in vastgoed in Nederland, wanneer hun rendementseis van 7 procent gehaald wordt (Hagendijk & De Zeeuw, "Publiek ontwikkelen als oplossing?", 2010).

4.1.4 Beleggen in gebiedsontwikkeling: voorwaarden

De vraag welke voorwaarden van belang zijn bij het beslissen of een pensioenfonds belegt in een gebiedsontwikkeling is alleen gesteld aan pensioenfondsen, aangezien zij de beslissing nemen. In vier interviews is de lijst van pagina 23 besproken. In combinatie met literatuur zijn de begrippen geoperationaliseerd. Ook is de respondenten gevraagd welke factoren toegevoegd zouden moeten worden wanneer het gaat over een beslissing tot beleggen in gebiedsontwikkeling in plaats van in een vastgoedobject of fonds.

Eerst worden de factoren uit de bestaande lijst besproken, vervolgens wordt ingegaan op toe te voegen factoren en tenslotte volgt een conclusie. Alle factoren worden besproken met het oog op beleggen in gebiedsontwikkeling.

Bestaande factoren

Het percentage direct rendement is dat rendement dat komt uit de huurinkomsten van een object of gebied. Naast direct rendement bestaat er indirect rendement. Dat betreft de waarde stijging over een bepaalde periode die te gelde wordt gemaakt bij de verkoop van een object. De interviews onderstrepen dat pensioenfondsen risico-avers zijn en voornamelijk gericht zijn op *core* beleggingen. Dat betekent onder andere dat het percentage direct rendement ten opzichte van het totale rendement hoog moet zijn. De stabiele huurstream is belangrijker dan het rendement door waarde stijging van het object.

De sector speelt een belangrijke rol bij vastgoedbeleggen. De geïnterviewden geven aan dat sommige sectoren meer risicovol zijn dan andere sectoren. Het liefst wordt belegd in commercieel vastgoed en woningen. In beide sectoren is er een zekere correctie voor inflatie, dit is erg aantrekkelijk. Ook speelt een rol dat in deze sectoren vaak sprake is van een grote hoeveelheid huurcontracten, waardoor risicodiversificatie optreedt. Kantoren en logistiek vastgoed worden gezien als meer risicovol.

Het stadium in de levenscyclus van vastgoed heeft ook invloed op het risicoprofiel. De geïnterviewden geven aan dat de ontwikkelingsfase van vastgoed of een gebied veel risicovoller is dan de exploitatie van een object of gebied. In de ontwikkelingsfase treden namelijk andere soorten risico's op en is het proces van veel meer actoren afhankelijk. Doordat er in de ontwikkelingsfase wel geld nodig is maar er nog geen inkomsten zijn, heeft vertraging in de ontwikkeling direct gevolg voor het rendement over de hele looptijd. APG, PGGM en Syntrus Achmea geven aan dat maar een klein deel van hun portefeuille uit ontwikkeling bestaat. Ontwikkeling valt doorgaans onder de stijl *opportunistic*. Hiernaast speelt ook de leeftijd van de portefeuille een rol. Deze heeft namelijk invloed op het bruto-netto traject⁶.

De bezettingsgraad is het verhuurd oppervlak gedeeld door het totaal verhuurbaar oppervlak van een object. Een object met meerdere huurders is minder risicovol dan een object met maar een (vergelijkbare) huurder.

De concentratie einde huurovereenkomst geeft aan hoe het einde van de huurcontracten verdeeld is in de tijd bij een *multi-tenant* object. Wanneer het einde van de verschillende huurovereenkomsten ver uit elkaar ligt, is er sprake van minder risico.

⁶ Het bruto-netto traject geeft het verschil aan tussen de bruto huuropbrengsten en de netto opbrengsten. Van de laatste worden namelijk de exploitatiekosten voor rekening van de eigenaar in mindering gebracht. Bij oud vastgoed zijn de exploitatiekosten vaak hoger en dus is de netto opbrengst lager.

De gemiddelde huurtermijn die huurders vastleggen voor een vastgoedobject speelt een rol bij het bepalen van het risico. Een langjarig huurcontract geeft meer zekerheid en dus minder risico, dan toezegging voor een kortere periode.

Leverage is de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, ook wel hefboomeffect genoemd. Van Gool et al (2007) geven aan dat wanneer de kosten van het vreemd vermogen (de lening) lager zijn dan het rendement op de ontwikkeling, dan verhoogt het gebruik van vreemd vermogen het rendement op het eigen vermogen. Een van de respondenten geeft aan dat er de afgelopen jaren veel geleerd is over dit instrument. Wanneer het goed gaat met het object dan is het rendement hoog bij een hoge *leverage*, maar wanneer het slecht gaat met het object dan kan het rendement ook erg negatief worden. Verhoogde *leverage* geeft een verhoogd risico. Daarom kiezen pensioenfondsen ervoor om te beleggen in objecten met een lage *leverage*. Dit geeft stabielere kasstromen.

De markt en locatie worden door de verschillende respondenten gezien als de meest belangrijke factoren. De locatie bepaalt volgens hen in hoge mate de waarde van een object. Door middel van marktonderzoek wordt gekeken hoe de economische ontwikkeling van een land en gebied is en vervolgens ook waar behoefte naar is op specifieke locaties. De geïnterviewden spreken uit dat er vooral graag belegd wordt in groeiregio's. Daarnaast moet er een bepaalde schaarste zijn van het type object dat er gebouwd wordt. "Waarom ga je een gebiedsontwikkeling doen? Je gaat iets creëren dat anders niet bestaat." Het is dus belangrijk om in te spelen op een bepaalde schaarste en behoefte in een bepaalde markt.

De mate van controle is ook erg belangrijk. Een van de geïnterviewden geeft aan dat wanneer ze indirect beleggen, ze van de fundmanager eisen dat hij de meerderheid heeft in een gebouw. Het moet mogelijk zijn af te dwingen dat een bepaalde strategie uitgevoerd wordt, zodat gestuurd kan worden op bijvoorbeeld renovatie of verkoop.

De omvang van het vastgoed en het aantal objecten zijn erg belangrijk omdat het invloed heeft op de diversificatie. Verschillende geïnterviewden noemen dat "je niet al je eieren in één mandje moet leggen". Het is dus niet verstandig een erg groot object op één locatie te hebben, omdat een grote afhankelijkheid ontstaat van bijvoorbeeld de economische groei op die locatie. Een vuistregel hiervoor is dat niet meer dan 10 procent van de sectoromvang in één object mag zitten, zegt een van de respondenten. Wel wordt aangegeven dat er ook een minimumgrootte is, omdat anders de managementkosten te hoog worden voor een object. De maximale investeringsomvang voor een grote vermogensbeheerder ligt rond de 300 miljoen euro voor een object. Een van de geïnterviewden noemt een 'hapklare brok' een belegging van 100 tot 200 miljoen euro.

De kwaliteit van de huurders en het aantal huurders van een object zijn ook belangrijke factoren. De geïnterviewden geven dat het risico vermindert wanneer meerdere betrouwbare huurders samen een vastgoedobject delen.

IRR is de *internal rate of return* en is volgens Van Gool et al. (2007) te zien als het looptijrendement van een belegging. Hierbij is het rendement van de belegging een te berekenen grootheid. De respondenten geven aan dat de IRR wordt gezien als een uitkomst. Dit komt overeen met de methode van INREV (2011). Zij stelt ook dat de IRR geen maatstaf kan zijn, maar een uitkomst is.

Extra factoren

De geïnterviewden zijn het erover eens dat minimaal twee factoren aan deze lijst moeten worden toegevoegd wanneer gesproken wordt over gebiedsontwikkeling:

- **Partnerrisico.** De geïnterviewden stellen dat je bij gebiedsontwikkeling afhankelijk bent van een grote hoeveelheid aan actoren en partners. Dit moet heel duidelijk in kaart gebracht worden. De doelen van de verschillende actoren moeten zoveel mogelijk congruent gemaakt worden. De betrokken overheid moet betrouwbaar zijn. Het grotere geheel moet in delen gerealiseerd kunnen worden zodat risico's beperkt blijven.
- **Uniciteit.** Een ontwikkeling moet uniek zijn in zijn en niet gemakkelijk dupliceerbaar, stellen de geïnterviewden. Alleen unieke ontwikkelingen zijn gewild en zullen een positieve waardeontwikkeling laten zien in de huidige Nederlandse markt.

De publicatie '*INREV style classification*' (INREV, 2011) stelt dat het bepalen van de stijl van een fonds moet gebeuren aan de hand van de volgende factoren: *Leverage*; *Development exposure*; *Income distribution as percentage of total return*; *Country exposure*; *Sector exposure*; *Diversification*. Deze lijst vertoont grote overeenkomst met de factoren hierboven beschreven. Dit betekent dat de voorwaarden voor beleggen, het resultaat uit de interviews, ondersteund wordt door de meest recente literatuur hierover.

Conclusie

Voor het ontwerpen van een mogelijkheid om te beleggen in gebiedsontwikkeling zijn op basis van het bovenstaande de volgende factoren het meest belangrijk. Hierbij is van belang dat een pensioenfonds risico-avers is, het liefst *core* belegt en compensatie voor inflatie erg aantrekkelijk vindt. Er is geen sprake van rangorde in onderstaande factoren.

- ***Leverage*:** pensioenfondsen beleggen het liefst in objecten met een laag hefboomeffect, dus minstens 60% eigen vermogen.
- **Percentage direct rendement:** Pensioenfondsen zijn op zoek naar een betrouwbare stabiele huurstream. Dat betekent dat het percentage direct rendement ten opzichte van het totale rendement groot moet zijn. *Core* beleggen betekent minstens 60 procent direct rendement van het totale rendement (INREV, 2011)
- **Blootstelling aan (her)ontwikkeling:** pensioenfondsen zien (her)ontwikkelen als een risicovolle activiteit (*opportunistic*). INREV (2011) laat zien dat een belegging waarvan minder dan 5 procent van de waarde (her)ontwikkeling is, een *core* belegging is. Tussen 5 en 25 procent is het *value-added*, erboven is het *opportunistic*.
- **Partnerrisico:** doelen van alle partners moeten congruent worden en het project moet in fasen realiseerbaar zijn. Er moet sprake zijn van een betrouwbare overheid.
- **Uniciteit:** het plan moet uniek zijn en niet gemakkelijk dupliceerbaar.

- Diversificatie: sector, markt/locatie, omvang van de investering. Pensioenfondsen willen beleggen in een veilige sector en in een markt en locatie die groeiende is, waar vraag groter is dan aanbod. Daarnaast willen ze niet dat hun portefeuille overwogen (over gerepresenteerd) is in sector of regio. Hiervoor is de omvang van de investering van belang. Een reëel maximum is 200 miljoen euro.
- Mate van controle: de manager moet in staat zijn de strategie te bepalen van het gebied.

Wanneer aan deze basisvoorwaarden is voldaan, kan vervolgens verdere invulling gegeven worden aan factoren als de leeftijd van de gebouwen, de bezettingsgraad, de kwaliteit van de huurders et cetera.

4.1.5 Beleggen in gebiedsontwikkeling: knelpunten

De onderzoeker heeft mogelijke knelpunten die optreden wanneer pensioenfondsen zouden beleggen in gebiedsontwikkeling onderzocht door hierover te spreken met pensioenfondsen, ontwikkelaars en adviseurs. De gegeven antwoorden per groep worden geresumeerd, waarna een conclusie volgt.

Pensioenfondsen noemen twee grote knelpunten: de financiële omvang van een gebiedsbelegging en de slechte marktverwachting.

Ten eerste de financiële omvang van een gebiedsontwikkeling als belegging. Een gebied vertegenwoordigt veel waarde, een gebiedsbelegging heeft dus een grote omvang. Dit heeft een concentratierisico tot gevolg. Er moet worden opgepast voor '*single-asset exposure*'. Om dit te voorkomen moet een gebiedsbelegging gedeeld worden door verschillende beleggers. Deze moeten dan tot consensus komen. Dat lijkt lastig. Ook wordt de vraag gesteld hoe omgegaan moet worden met investeringen in de openbare ruimte.

Hiernaast is een gebiedsontwikkeling slecht voorspelbaar. Bij gebiedsontwikkeling zijn veel verschillende partijen betrokken, met verschillende belangen en versnipperd eigendom. Dit maakt gebiedsontwikkeling complex. Een gebiedsontwikkeling is een proces van 10 tot 15 jaar, wordt gezegd en daar zitten veel financiële onzekerheden in (bijvoorbeeld in grondwaarden). Omdat gebiedsontwikkeling geen inkomende *cashflow* oplevert totdat er vastgoed is gerealiseerd, is het eerste deel niet interessant voor beleggers. Er is in het eerste deel wel financiering nodig, terwijl er grote onzekerheden zijn. Dit zorgt voor een hoog risicoprofiel.

Tenslotte zorgt wetgeving voor grenzen aan participeren in gebiedsontwikkeling: het is toegestaan maximaal tien procent van het vermogen in ontwikkelingsactiviteiten onder te brengen omdat pensioenfondsen vrijgesteld zijn van vennootschapsbelasting.

Het tweede knelpunt is de slechte marktverwachting voor Nederlands vastgoed en gebiedsontwikkeling. De huidige Nederlandse vastgoedmarkt is geen groeimarkt. Pensioenfondsen geven aan dat hun strategie is te kijken naar waar economische groei verwacht wordt. Dat is namelijk belangrijk voor de huurstijging en waardeestijging van vastgoed. Een van de geïnterviewden geeft aan dat Nederland een stabiel land is, maar dat er geen groei wordt verwacht. Hij verwacht dus eerder een uitstroom van geld dan een instroom van geld in Nederland. Een van de geïnterviewden geeft aan dat hij niet ver-

wacht dat partijen bereid zijn om nu een ontwikkelingstraject in te gaan, omdat er geen druk is en er voldoende aantrekkelijke alternatieven voorhanden zijn.

De **ontwikkelaars** stellen dat gebiedsontwikkeling valt in dezelfde categorie als projectontwikkeling. Pensioenfondsen zijn risico-avers dus willen maar een beperkt aandeel van hun portefeuille in deze categorie. Hier hoort ook een hoog rendement bij. De portefeuille van pensioenfondsen is volgens een van de ontwikkelaars momenteel overwogen in Nederland. Pensioenfondsen worden verder erg strak gehouden wat betreft regelgeving.

Een ander genoemd knelpunt is dat een groot gebied moet worden ontwikkeld om uiteindelijk een klein deel voor verhuur over te houden. Daarnaast is men niet gewend te denken in gebieden, maar in producten. Banken eisen eigen vermogen, maar op eigen vermogen moet een hoger rendement gemaakt worden dan op leningen.

Mocht er tenslotte een belegging in gebiedsontwikkeling mogelijk zijn, dan moet een dergelijk gebied opgedeeld worden om spreiding over verschillende beleggers mogelijk te maken. Het opdelen van gebieden kan echter tot gevolg hebben dat het algemene belang, de gemeenschappelijke deler, uit het oog verloren wordt.

Adviseurs van de gemeente stellen dat een grondexploitatie geen gewenste kasstroom voor pensioenfondsen oplevert, het betreft slechts enkele kasstromen. Wel kan er gekeken worden naar langjarige exploitatie van een gebied. Verder zijn grondexploitaties vaak niet realistisch in de huidige markt. Tenslotte wordt de vraag gesteld hoe je als eigenaar controle kan houden op de kwaliteit van een gebied, worden die gebieden *gated communities*?

Conclusie

De verschillende partijen zijn het erover eens dat de financiële omvang van een gebiedsontwikkeling te groot is voor één belegger. Dit vraagt om oplossingen. De grote financiële omvang van een gebiedsontwikkeling in combinatie met haar complexiteit en onvoorspelbaarheid maakt de belegging risicovol. Pensioenfondsen zijn niet bereid een groot deel van hun vermogen te beleggen in risicovolle activiteiten. Een ander knelpunt is dat de Nederlandse vastgoedmarkt niet aantrekkelijk genoeg is en dat er goede alternatieven in het buitenland zijn. Daarnaast is Nederlands vastgoed al overwogen in veel portefeuilles. Tenslotte wordt de vraag gesteld hoe moet worden omgegaan met openbare ruimte. Wie moet hierin investeren en wie wordt eigenaar?

4.1.6 Beleggen in gebiedsontwikkeling: oplossingen/vormen

Aan alle drie de partijgroepen is de vraag voorgelegd hoe de geïdentificeerde problemen behorend bij beleggen in gebiedsontwikkeling opgelost kunnen worden en welke vormen hiervoor gebruikt kunnen worden. Eerst wordt elke partijgroep afzonderlijk besproken, daarna volgt een samenvattende conclusie.

Pensioenfondsen zijn kritisch, maar wel geïnteresseerd in beleggen in gebiedsontwikkeling. Om een ontwikkeling overzichtelijk te houden en minder complex te maken, is een suggestie om gebieden op te delen in sub projecten. Wanneer een gebied gefaseerd wordt ontwikkeld en het ambitieniveau

overeind blijft, kan een gebiedsontwikkeling slagen. Het financieringsprobleem kan aangepakt worden doordat pensioenfondsen eventueel bereid zijn voor te financieren wanneer een project overzichtelijk genoeg is.

Een mogelijke vorm is een gebiedsontwikkelingsfonds (zie kader). Het probleem ervan is echter dat dit al snel over een miljard euro gaat. Dat is een acceptabele grootte voor een fonds, geeft een geïnterviewde aan, maar er bestaan geen fondsen die maar op één plek zitten. Je loopt daarmee een groot risico. Je zou consortia moeten vinden die de risico's kunnen delen.

Gebiedsontwikkelingsfonds

Een gebiedsontwikkelingsfonds is een financierings- en beleggingsvorm waarin verschillende stadia van een gebiedsontwikkeling worden samengebracht: grond- en opstalontwikkeling, vastgoedexploitatie, ontwikkeling en exploitatie van (nuts)voorzieningen en (parkmanagement)diensten (Peek, 2011).

Verschillende (publieke en private) partijen kunnen in een gebiedsfonds participeren. Door financieel een aandeel te nemen of door bijvoorbeeld gronden over te dragen aan het fonds, kan later aanspraak gemaakt worden op dividenden uit het gebied (Watertorenberaad, 2010).

Ontwikkelaars gaan vooral in op het huidige financieringsprobleem in gebiedsontwikkeling. Zo geeft een geïnterviewde aan dat het soms mogelijk is om een lening te krijgen van een bank wanneer je een concerngarantie afgeeft. De ander geeft aan dat financiering gemakkelijker wordt verkregen als een pensioenfonds voor de bouw al aangeeft op te willen treden als eindbelegger. Bij herontwikkeling is het mogelijk de rentekosten te dekken uit kasstromen van bestaand vastgoed. Dit geeft een onderlinge afhankelijkheid van partijen aan. Omdat er verschillende actoren aan tafel zitten, is het soms ook mogelijk dat verschillende partijen eigen vermogen inbrengen. Zo kan voldaan worden aan de gestelde *Loan to Value* eis van banken. Wanneer gemeenten aan tafel zitten en ervoor instaan dat vergunningen en bestemmingswijzigingen op tijd worden doorgevoerd, worden de risico's verkleind. Ook kunnen gemeenten toezeggen dat afgenomen grond niet meteen betaald hoeft te worden, maar pas wanneer er een huurstroom op gang komt. Zo is er minder voorfinanciering nodig.

Het probleem van verschillende belangen kan volgens een van de geïnterviewden opgelost worden door gezamenlijk een manager aan te stellen. Ook is het mogelijk overlegstructuren te organiseren zoals een vereniging van eigenaren. Het is belangrijk nauw contact te onderhouden met de huurder, zodat de exploitant weet wat deze wil. Parkmanagement kan zelfs in overleg met eigenaar én huurder.

Om te zorgen dat een zo groot mogelijk deel van een gebied doorlopende geldstromen oplevert (want dat wil een pensioenfonds), is het mogelijk te focussen op de langjarige exploitatie, grond te verpachten en gebouwen te verhuren. Ook energieopwekking kan meegenomen worden. Dit laatste gebeurt al in verschillende ontwikkelingen geeft een geïnterviewde aan.

Adviseurs van de gemeente zijn van mening dat het helpt om te ontschotten tussen de verschillende traditionele exploitaties (grond-, bouw- en vastgoedexploitatie). Bij verhuur is het mogelijk ook parkmanagement te regelen en bij koopwoningen is het misschien mogelijk om specifiek voor deze woningen hypotheek te verstrekken. Afbetaling van een hypotheek realiseert namelijk een terugkomende geldstroom. Erfpachtconstructies leveren ook een terugkomende geldstroom op.

Conclusie

Pensioenfondsen zijn vooral gericht op het verkleinen van risico's. Ze reageren kritisch op het nemen van ontwikkelingsrisico. Gefaseerd ontwikkelen en risico's delen in een consortium zijn betere mogelijkheden. Een gebiedsontwikkelingsfonds op één locatie is risicovol omdat het geen geografische risicospreiding heeft. Ontwikkelaars willen het partnerrisico oplossen door een gezamenlijke fondsmanger aan te stellen. Financieringsproblemen kunnen worden opgelost door bestaand vastgoed de rentekosten van een lening te laten dekken en met verschillende partners eigen vermogen in te leggen. Extra doorlopende geldstromen kunnen worden gerealiseerd in de langjarige exploitatie, door middel van bijvoorbeeld verpachting van grond en energieopwekking. Dit wordt onderschreven door de adviseurs van de gemeente. Een aanvulling is de verstrekking van hypotheek in het ontwikkelde gebied.

4.1.7 Voordelen van ketenbetrokkenheid in gebiedsontwikkeling

Dit onderzoek betreft pensioenfondsen al in de initiatieffase bij het ontwikkelen van een gebied. Het onderstaande bespreekt de visie van de verschillende partijen op welke voordelen het heeft om bij de hele keten van gebiedsontwikkeling betrokken te zijn en bijvoorbeeld niet alleen op te treden als eindbelegger. Er wordt afgesloten met een conclusie.

Pensioenfondsen zijn het erover eens dat de kwaliteit van een gebied van invloed is op de waarde van een vastgoedobject daarin. Door '*in control*' te zijn kan sturend opgetreden worden, wordt gezegd. "*Asset by asset*" ontwikkelen levert een slecht totaalplan op. Betere kwaliteit van het gebied zorgt ook voor een beter bruto-netto traject. Wanneer een belegger invloed kan uitoefenen op de ontwikkeling van een gebied, heeft dat grote invloed op de exploitatiebaarheid ervan, geeft een andere geïnterviewde aan.

Beide **ontwikkelaars** geven aan dat ze door betrokken te zijn in de hele keten betere rendementen maken. Omdat ze eigen ontwikkelingen als beleggingsproduct in de portefeuille houden ("*develop to hold*"), houden ze extra rekening met de kwaliteitwensen van ook de vierde en vijfde huurder. De geïnterviewden geven aan dat ze vanuit de ervaring met beleggen in hun specifieke vastgoedsector weten welke factoren bijdragen aan de kwaliteit van het vastgoed en dus aan de hoogte van het rendement. Met deze kennis wordt vastgoed ontwikkeld, waardoor het van hogere kwaliteit is als beleggingsobject. Onderbouwing hiervoor wordt aangevoerd door een van de geïnterviewden door te zeggen dat ze al tien jaar de benchmark verslaan. De stelling dat de combinatie ontwikkelen en beleggen beter rendeert wordt onderschreven door Hendriks & Muller (2004). Deze studie toont aan

dat vastgoedbeleggers die aan projectontwikkeling doen significant beter presteren dan vastgoedbeleggers die dat niet doen.

Omdat de kwaliteit van de omgeving invloed heeft op de waarde van het vastgoed, is het zinvol om het hele gebied te ontwikkelen en zelf de kwaliteit te realiseren, geeft een van de ontwikkelaars aan.

Adviseurs van de gemeente geven aan dat functies pas in combinatie meerwaarde creëren, dus integraal ontwikkelen is nodig. Voorbeelden hiervan zijn het in een gebied gezamenlijk gebruik maken van een duurzame energiecentrale, vergadermogelijkheden en (horeca)diensten. De prijs-kwaliteit verhouding is dan ook zelf te garanderen.

Conclusie

Alle partijen zijn het erover eens dat het zinvol is om een gebied integraal te ontwikkelen. Dat betekent dat het gebied in samenhang met het vastgoed ontwikkeld wordt en ook dat partijen die traditioneel aan het eind van de keten opereren al bij het ontwerp betrokken moeten worden. Onderzoek toont aan dat dit betere rendementen oplevert. Adviseurs raden het aan om in een gebied verschillende functies te delen.

4.2 Ontwerpvoorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling

Hoofdstuk 4.1 heeft inzicht gegeven in de visie van pensioenfondsen, ontwikkelaars en adviseurs op de problemen in gebiedsontwikkeling, beleggen in gebiedsontwikkeling en de voordelen van ketenintegratie. De belangrijkste lessen hieruit worden hieronder gepresenteerd.

Ontwikkelaars en adviseurs zijn het erover eens dat een belangrijk probleem in de huidige crisis in gebiedsontwikkeling van financiële aard is. Ontwikkelingen kunnen niet starten omdat het lastig is om financiering te krijgen. Ook blijkt het soms lastig in de nieuwe situatie een werkbare grondexploitatie te ontwerpen. Het te ontwerpen model zal dus rekening moeten houden met **financiering** en de verwachting voor de **gemeentelijke grondexploitatie**.

Pensioenfondsen hanteren een **risico-avers** beleggingsbeleid. Zij laten hun vermogen beleggen door vermogensbeheerders. De trend voor vastgoedbeleggen is dat vermogensbeheerders dit vooral **indirect** doen.

Bij het selecteren van een mogelijke belegging in gebiedsontwikkeling door een vermogensbeheerder gelden de volgende **voorwaarden en wensen**:

- pensioenfondsen zijn risico-avers en beleggen voornamelijk *core*;
- *leverage* moet laag zijn, dus minstens 60% eigen vermogen;
- percentage direct rendement moet hoog zijn, *core* is minstens 60% van het totaal;
- blootstelling aan (her)ontwikkeling is risicovol, het is verstandig hier bewust mee om te gaan;
- doelen van alle partners moeten congruent worden en het project moet in fasen realiseerbaar zijn. Er moet sprake zijn van een betrouwbare overheid;
- het plan moet uniek zijn en niet gemakkelijk dupliceerbaar;

- pensioenfondsen willen beleggen in een veilige sector en in een markt en locatie die groeiende is, waar vraag groter is dan aanbod. Daarnaast wil een pensioenfonds niet dat haar portefeuille overwogen is in sector of regio. Hiervoor is de omvang van de investering van belang. Een reëel maximum is 200 miljoen euro;
- de manager moet in staat zijn de strategie te bepalen van het gebied;
- correctie voor inflatie in de huuropbrengsten is aantrekkelijk.

Een knelpunt dat niet gevangen wordt in het bovenstaande, is dat onduidelijk is wie verantwoordelijk wordt voor de openbare ruimte en hoe hiermee moet worden omgegaan.

Oplossingen en mogelijke vormen om met alle knelpunten om te gaan zijn de volgende:

- gefaseerd ontwikkelen en risico's delen in een consortium;
- gezamenlijk aanstellen van een fondsmanager;
- rentekosten dekken door geldstromen uit bestaand vastgoed;
- partners eigen vermogen in late leggen; richten op langjarige exploitatie.

Een fonds voor één gebiedsontwikkeling heeft als knelpunt dat het zich op één locatie richt en dus niet geografisch gediversifieerd.

De waarde van een object wordt bepaald door zijn omgeving. Het is daarom zinvol om ook het omliggende gebied te ontwikkelen en te controleren. Een vastgoedbelegging die is ontworpen in samenwerking met de belegger, levert een hoger rendement.

De bovenstaande ontwerpvoorwaarden kunnen worden gebruikt voor het ontwerpen van een nieuw verdienmodel. Als basis hiervoor wordt een case uit de praktijk gebruikt, Park 20|20.

4.3 Praktijkcase Park 20|20

De praktijkcase Park 20|20 dient als realistisch startpunt voor het ontwerp van een nieuw verdienmodel waarbij pensioenfondsen optreden als belegger. Ook wordt inzicht gegeven in de belangrijkste succesfactoren in deze case. In dit hoofdstuk wordt de case eerst in algemene zin beschreven, vervolgens komen de betrokken partijen aan bod, wordt de historie besproken, worden de relevante succesfactoren toegelicht en tenslotte wordt gekeken naar het gehanteerde verdienmodel. Hierbij worden de vernieuwende aspecten extra belicht.

4.3.1 Inleiding

Park 20|20 is een gebied van 5,4 hectare in Beukhorst Zuid in Hoofddorp. Delta Development, Volkerwessels en Reggeborgh groep realiseren hier 89.000 m² kantoorruimte, 1.400 parkeerplaatsen en 3.700 m² gedeelde voorzieningen. Karakteristiek aan het park is de betrokkenheid van architect William McDonough en chemicus Michael Braungart en de ambitie om het park integraal volledig *cradle to cradle* te ontwerpen. Hiervoor maken onder andere een warmte-koude opslag en een helofytenfilter voor het zuiveren van afvalwater onderdeel uit van het ontwerp. De ontwikkeling ligt aan de Tau-

rus Avenue in de gemeente Haarlemmermeer, vlak bij de A4 en is gestart in 2007. Inmiddels is ruim 15.000 m² BVO kantoorruimte verkocht. Het eerste kantoor is opgeleverd in november 2011.



Figuur 16: Locatie Park 20|20

4.3.2 Belangrijke actoren

Park 20|20 wordt gerealiseerd door Park 20|20 cv, de ontwikkelingscombinatie van Delta Development Group, VolkerWessels en Reggeborgh. Delta Development Group is ontwikkelaar, VolkerWessels aannemer en Reggeborgh Groep private investeerder. De ontwikkeling is gefinancierd met eigen vermogen. Directeur van de samenwerking is Rob van den Broek van Delta Development. Deze is geïnterviewd op dinsdag 11 oktober 2010.

De andere belangrijke actor in deze ontwikkeling is de gemeente Haarlemmermeer. De gemeente was eigenaar van de grond en geeft de benodigde vergunningen uit. Een van de twee projectmanagers van de gemeente is Marianne Filius. Zij is in een dubbelinterview met Alexander Schütte gesproken door de onderzoeker op 25 juli 2011. Alexander Schütte was als onderhandelaar voor de gemeente betrokken bij Park 20|20. Hij is werkzaam als consultant en manager bij AT Osborne te Baarn.

4.3.3 Historie

In 2007 is de ontwikkelingscombinatie van Delta Development Group, VolkerWessels en Reggeborgh betrokken bij het ontwikkelen van het Fokker Businesspark bij Schiphol. Deze locatie is bestemd als kantoorgebied, maar blijkt beter geschikt voor logistiek. De ontwikkelingscombinatie treedt voor de ontwikkeling van kantoren in contact met de gemeente Haarlemmermeer en krijgt een kosteloze studieperiode voor het uitwerken van een visie tijdens de zomer van 2007. De gemeente Haarlemmer-

meer is grondeigenaar van het studiegebied en wil duurzame ontwikkeling en gebiedsgewijze uitgifte in plaats van de uitgifte van kavels, waarbij de ontwikkelaar ook de inrichting van de openbare ruimte verzorgt.

Uit de studieperiode volgt een masterplan dat ontwikkeld is door de ontwikkelingscombinatie in samenwerking met McDonough. Op basis hiervan volgen onderhandelingen over grondafname en vanaf dat moment wordt ook een reserveringsvergoeding betaald, waarvoor exclusiviteit wordt gekregen voor het gebied. Uiteindelijk wordt tijdens de crisis afgesproken dat de ontwikkelingscombinatie de grond gefaseerd kan afnemen. Park 20|20 cv ontwikkelt ook de openbare ruimte van het park en beheert dit door middel van parkmanagement. Het ontwerp van de energie- en waterkringloop is integraal meegenomen in het gebied. Per oktober 2011 zijn er drie huurders gecontracteerd en is het hoogste punt van het eerste gebouw bereikt. Voor dit pand is ook een belegger gevonden.

4.3.4 Succesfactoren Park 20|20

De verschillende actoren geven aan dat drie belangrijke succesfactoren waren: het integrale projectmanagement, het denken in kansen en de uniciteit van het project.

Mevrouw Filius geeft aan dat binnen de gemeente is gekozen voor integraal projectmanagement. Deze afdeling houdt contact met alle afdelingen binnen de gemeente, waardoor de traditionele schotten gemakkelijker overwonnen worden. Uit de beschrijving van de samenwerking tussen de commerciële partijen is al duidelijk geworden dat er intensief werd samengewerkt tussen ontwikkelaar, aannemer en investeerder.

Denken in kansen heeft er volgens mevrouw Filius voor gezorgd dat de nieuwe aanpak van het ontwikkelen van een heel gebied in plaats van kavelsgewijze uitgifte kon slagen. Dit betekende dat steeds werd gedacht in mogelijkheden. Dit was nieuw voor de gemeente.

Verder is de uniciteit van het project een succesfactor, geven de geïnterviewden aan. Het vernieuwende *cradle to cradle* concept zorgt ervoor dat er huurders en beleggers aangetrokken kunnen worden in een tijd waarin veel andere projecten worden uitgesteld of gestopt.

Ook de vijf succesfactoren uit het model voor de initiatieffase (pagina 14) zijn besproken. Hierop kwam de volgende reactie.

Zoeken naar gemeenschappelijk doel was in zoverre belangrijk dat de gemeente en de ontwikkelcombinatie beiden als doel hadden de grond te verkopen. Dit zorgde ervoor dat gezocht werd naar de beste manier om dit te doen, inclusief een andere vorm van gronduitgifte.

Een **heldere beschrijving van in te nemen rol/scope** betekent dat duidelijk is afgesproken dat de ontwikkelcombinatie verantwoordelijk was voor het ontwerp van het masterplan. De gemeente treedt hier alleen toetsend in op. Verder geeft de gemeente duidelijk aan dat zij betrokken is bij Park 20|20, maar dat dit niet haar enige project is. Park 20|20 is slechts een van de mogelijkheden voor bedrijven die zich willen vestigen in de gemeente.

Wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties heeft geleid tot het afrekenmodel voor de grond. De ontwikkelcombinatie was niet in staat om in één keer alle gronden af te nemen, daarom wordt gezamenlijk gezocht en onderhandeld over een goede oplossing hiervoor.

Transparantie geven over financiële uitgangspunten was moeizaam, geeft een actor aan. Dit resulteerde in een debat over het meebetalen aan het creëren van meerwaarde. De gemeente profiteert wel van het duurdere integrale *cradle to cradle* ontwerp, maar heeft moeite hieraan mee te betalen. Zij gebruikt namelijk een standaard model voor het berekenen van de residuele grondwaarde die betaald moet worden. De uitgangspunten die dit model hanteert zijn niet inzichtelijk of onderhandelbaar.

Participanten samen laten beslissen over basisregels, doelen en taken speelde geen rol. De gemeente stelt duidelijk kaders waarbinnen het proces zich moet afspelen en methodes waarop getoetst wordt. Er is geen sprake van onderhandeling hierover. Een van de actoren geeft aan dat hierdoor soms de nadruk kwam te liggen op de financiële onderhandeling in plaats van op het creëren van meerwaarde. De gemeente geeft aan dat zij bepaalde milieu-eisen stelt, maar geen *cradle to cradle* eist. Het realiseren van hogere kwaliteit resulteert in hogere bouwkosten, maar dit is geheel voor rekening van de ontwikkelcombinatie, stelt de gemeente.

4.3.5 Verdienmodel Park 20|20

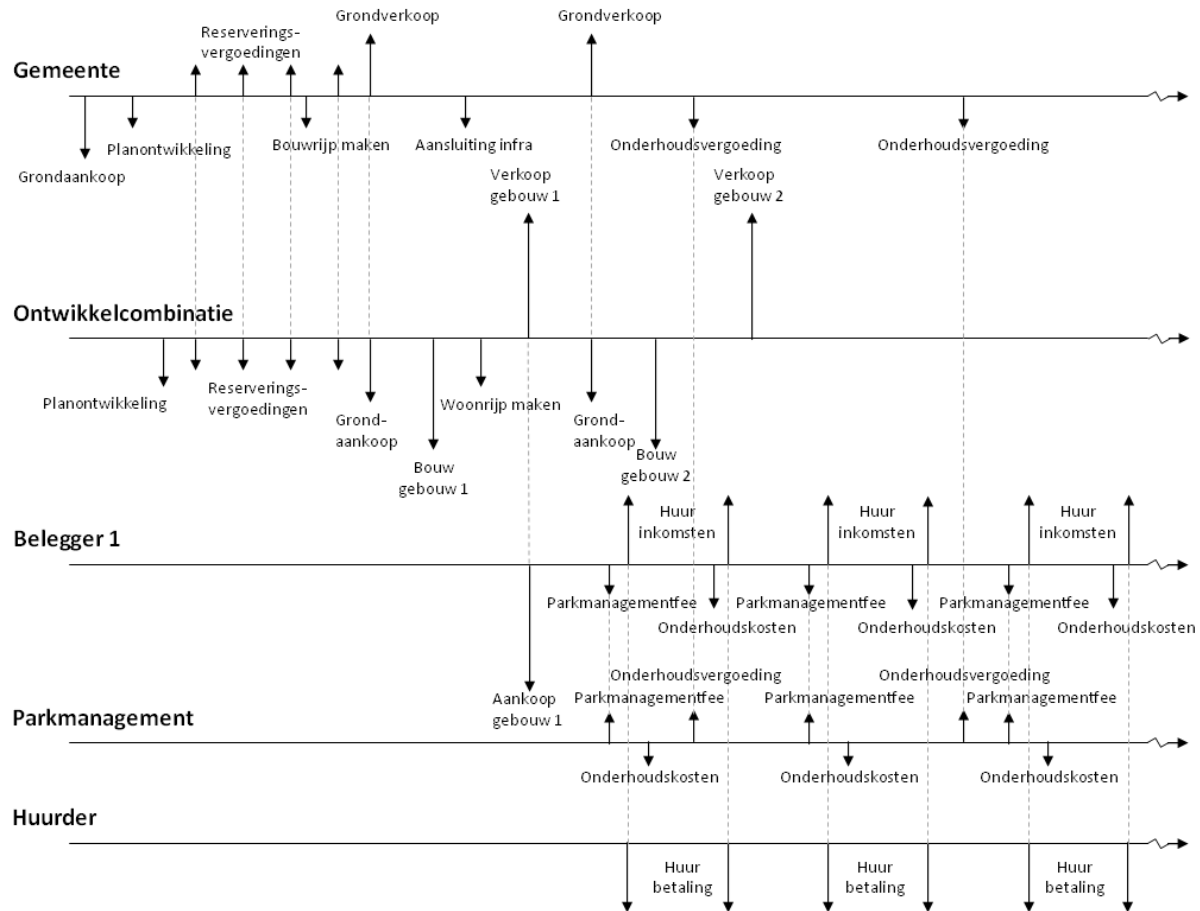
Het verdienenmodel is in kaart gebracht per partij in figuur 17. Grond-, bouw- en vastgoedexploitatie lopen deels door elkaar. De figuur verdient enige uitleg. Door de samenwerking in de ontwikkelingscombinatie van Delta Development Group, VolkerWessels en Reggeborgh, is het financieringsprobleem dat optreedt bij veel andere ontwikkelingen opgelost door het aantrekken van *private equity* van Reggeborgh.

De geldstromen van de ontwikkelaar laten bouw en verkoop van gebouw 1 en van gebouw 2 zien. Ter vereenvoudiging is alleen de aankoop van gebouw 1 door belegger 1 weergegeven, dit komt overeen met de werkelijkheid: alleen gebouw 1 is nog maar verkocht. De koper is Wölbern Invest, een instelling die gesloten vastgoedfondsen opzet (Wölbern Invest, 2011). Het verkochte gebouw is voor tien jaar verhuurd aan BSH Huishoudapparaten.

Bij de gemeente is te zien dat er een geldstroom is voor 'aansluiting infra'. Dit komt omdat de gemeente met de ontwikkelingscombinatie is overeengekomen de grond niet woonrijp⁷ te maken, maar alleen te zorgen voor de aansluitingen van het terrein op de omgeving.

Ook is er bij de gemeente een terugkerende geldstroom te zien genaamd 'onderhoudsvergoeding'. Afgesproken is dat er een full-service parkmanagementorganisatie wordt opgezet die het beheer van de openbare ruimte van het park verzorgt. Omdat deze gemeentelijke taak wordt overgenomen draagt de gemeente een bepaald bedrag bij. Omdat het parkmanagement een hogere kwaliteit verlangt, is dit bedrag niet kostendekkend. Voor het onderhoud van het park betaalt de belegger daarom ook een *parkmanagementfee*.

⁷ Woonrijp maken: het aanbrengen van de definitieve verharde wegen en het aankleden van de openbare ruimte. De kosten hiervan zijn sterk afhankelijk van de gewenste kwaliteit (Schütte, Schoonhoven, & Dolmans-Budé, 2002). Vanwege de hoge kwaliteitseis wordt het woonrijp maken uitgevoerd door de ontwikkelcombinatie.



Figuur 17: Geldstromen verdienmodel Park 20|20

De ontwikkeling van Park 20|20 is mogelijk in de huidige crisistijd omdat er privaat kapitaal is aange trokken door de ontwikkelingscombinatie om de financieringsbehoefte in te vullen. Door gefaseerde gronduitgifte blijven de risico's te overzien. Daarnaast creëert het integrale *cradle to cradle* ontwerp een uniek product. Dit is onderscheidend want hiermee voorziet het in de behoefte van gebruikers aan *cradle to cradle* huisvesting. Ook de gedeeltelijke samenvoeging van grondexploitatie en bouwexploitatie is vernieuwend.

In deze case is het zo dat er een parkmanagementorganisatie is, maar dat verschillende beleggers wel hun eigen pand hebben. In hoofdstuk 5 wordt onderzocht hoe het mogelijk is voor pensioenfondsen om te beleggen in gebiedsontwikkeling in plaats van in objecten en hoe daarmee het financieringsprobleem in gebiedsontwikkeling kan worden opgelost.

4.3.6 Conclusie casestudy

Park 20|20 is een integrale gebiedsontwikkeling in de gemeente Haarlemmermeer die hoofdzakelijk is gericht op kantoren. De toepassing van het *cradle to cradle* principe maakt de ontwikkeling uniek en is een belangrijke succesfactor volgens de actoren. De samenwerking tussen ontwikkelaar, bouwer en investeerder in combinatie met goede afspraken voor gronduitgifte voorkomen een financieringsprobleem. 'Zoeken naar een gemeenschappelijk doel', 'een heldere beschrijving van rollen en scope' en 'wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten' zijn succesfactoren in het proces. De afwe-

zigheid van de succesfactoren 'transparantie' en 'samen beslissen over basisregels' compliceerde het proces, volgens een van de actoren.

Het in kaart gebrachte verdienmodel laat een integratie van grondexploitatie en bouwexploitatie zien. Daarnaast is het een integrale samenwerking van ontwikkelaar, bouwer en investeerder. Dit maakt de case uniek en zinvol om te bestuderen. De integratie vormt een goede stap in het ontwerpen van een nieuw verdienmodel in hoofdstuk 5. Hiervoor dient het verdienmodel van Park 20|20 als basis.

5 Ontwerp

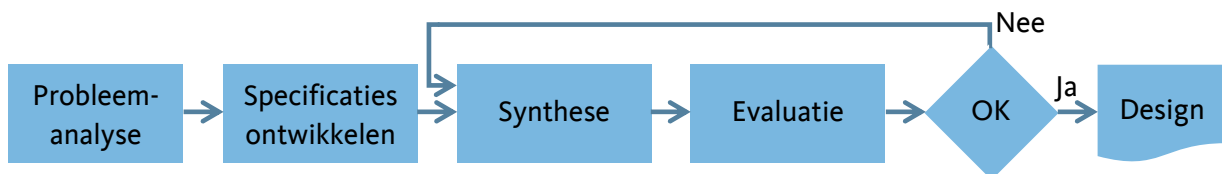
Dit hoofdstuk presenteert een verdienmodel waarin pensioenfondsen kunnen beleggen in gebiedsontwikkeling. Daarnaast geeft het betekenis aan de belangrijkste succesfactoren voor de initiatieffase van een samenwerking tussen een gemeente en een pensioenfonds.

Het ontwerp komt voort uit de informatie uit alle vorige hoofdstukken. Hoofdstuk één beschreef het effect van de financiële crisis op gebiedsontwikkeling: het gangbare verdienmodel voldoet niet meer. Naar aanleiding van de suggestie dat pensioenfondsen kunnen beleggen in gebiedsontwikkeling, zijn vanuit de literatuur voorwaarden voor beleggen opgesteld. Ook zijn succesfactoren benoemd die invloed hebben op de initiatieffase van een samenwerking. Dit is gedaan in hoofdstuk twee. Hoofdstuk drie beschreef hoe de bevindingen uit de literatuur getoetst zijn in de praktijk. De resultaten hiervan zijn weergegeven in hoofdstuk vier. Hieruit volgen ontwerpvoorwaarden en suggesties voor een nieuw verdienmodel. Daarnaast biedt de *casestudy* uit hoofdstuk 4.3 inzicht in het belang van de gedefinieerde succesfactoren. Ook is het verdienmodel van de *casestudy* in kaart gebracht. Dit verdienmodel dient als startpunt voor het ontwerpen van het nieuwe verdienmodel.

Dit hoofdstuk beschrijft eerst hoe het ontwerp tot stand is gekomen (5.1). Vervolgens worden de ontwerpvoorwaarden kort herhaald (5.2). Hierna wordt het ontworpen verdienmodel gepresenteerd en onderbouwd (5.3). Tenslotte worden de succesfactoren voor samenwerken geconcretiseerd in het procesmodel (5.4).

5.1 Ontwerpproces

De kern van het ontwerpproces bestaat uit iteraties van synthese en evaluatie. Dit stellen Van Aken et al. (2007) over het *Business Problem Solving* (BPS) project, de gehanteerde onderzoeksmethode in deze studie. Het totale ontwerpproces bestaat uit de stappen weergegeven in figuur 18.



Figuur 18: Ontwerpproces (Van Aken, Berends, & Van der Bij, 2007)

Van Aken et al. (2007) geven aan dat er in BPS twee basisactiviteiten zijn: analyse en ontwerp. Analyse zet de stap van vraag naar antwoord, ontwerp zet de stap van oplossing naar specificatie. Een vraag heeft vaak maar één goed antwoord, terwijl de vraag hoe iets ontworpen moet worden vaak meerdere mogelijkheden heeft. Ontwerpen is dus een wezenlijk andere activiteit. Er is sprake van een *creative leap* (Van Aken et al., 2007), een creatieve sprong. De synthese is deze creatieve sprong, de evaluatie is vervolgens de rationele vergelijking tussen de oplossing en de specificaties.

De synthese en evaluatie worden herhaald totdat een ontwerp ontstaat dat aan alle voorwaarden voldoet.

Deze methode is ook toegepast door de onderzoeker. Als input hiervoor dienden de voorwaarden zoals samengevat in hoofdstuk 5.2. Hoofdstuk 5.3 beschrijft vervolgens het uiteindelijke ontwerp. Hierbij wordt ook ingegaan op de evaluatiestap ervan.

5.1.1 Ontwerpvoorwaarden

In hoofdstuk 4 zijn ontwerpvoorwaarden geformuleerd vanuit pensioenfondsen om te beleggen in gebiedsontwikkeling. Daarbij is ook breder gekeken naar wat de belangrijkste problemen in gebiedsontwikkeling zijn en hoe ontwikkelaars en adviseurs daar naar kijken. Hieruit volgen de specificaties zoals weergegeven in 4.2 en hieronder samengevat.

Het te ontwerpen verdienmodel moet

1. indirect beleggen mogelijk maken;
2. financiering in aanmerking nemen;
3. risico-avers zijn waar mogelijk;
4. een maximum van 200 miljoen euro inleg mogelijk maken;
5. de ontwikkeling in fasen realiseren;
6. een hoog percentage direct rendement realiseren;
7. blootstelling aan (her)ontwikkeling bewust meenemen;
8. lage *leverage* hanteren;
9. doelen van alle partners congruent maken;
10. verwachtingen voor de gemeentelijke grondexploitatie managen;
11. een betrouwbare overheid stimuleren;
12. verantwoordelijkheid voor de openbare ruimte toedelen;
13. voor inflatie corrigeren;
14. een uniek en moeilijk dupliceerbare ontwikkeling realiseren;
15. op een veilige sector en groeiende markt en locatie toegepast worden;
16. de manager in staat stellen de strategie te bepalen van het gebied.

5.2 Verdienmodel: een semi-open-end gebiedsontwikkelingsfonds

Dit hoofdstuk geeft eerst een samenvatting van het ontwerp. Vervolgens wordt per onderdeel uitgelegd wat het ontwerp inhoudt, worden nieuwe termen besproken en wordt aangetoond dat het ontwerp voldoet aan alle specificaties. Dit is ook de verificatie van het ontwerp. Daarna wordt het bijbehorende kasstromenmodel gepresenteerd, dat ontworpen is op basis van de *casestudy* Park 20|20. Tenslotte wordt de toetsing van het ontwerp besproken. Deze bestaat uit een *expertmeeting* en een juridische check.

5.2.1 Ontwerp

Het ontwerp bestaat uit een (semi-open-end) gebiedsexploitatiefonds⁸ dat zich richt op de (her)ontwikkeling en langjarige exploitatie van een gebied, waarbij (een deel van) het bestaande vastgoed al een huurstroom realiseert. Doordat gefaseerd wordt (her)ontwikkeld, zal er altijd een bestaande huurstroom zijn, die groeit bij elk nieuw verhuurd object.

Het fonds geeft aandelen uit en meerdere partijen kunnen participeren. Bij gefaseerde inleg wordt het gebied gefaseerd gekocht en ontwikkeld. De inleg zorgt voor het benodigde eigen vermogen (minimaal 60%). Dit zorgt er ook voor dat vreemd vermogen toegezegd wordt vanuit banken.

Het fonds komt tot stand in samenwerking met de betreffende gemeente(n) en de fondsmanager. Omdat de gemeente betrokken is bij de opzet en baat heeft bij de langjarige exploitatie, kunnen de verwachtingen bijgesteld worden wat betreft winsten uit de grondexploitatie en kunnen ook langjarige afspraken worden gemaakt. De gemeente is niet per definitie aandeelhouder.

Het fonds bevat vastgoed én alle gronden, inclusief de openbare ruimte. Het fonds voorziet in parkmanagement om deze te onderhouden. Door het opnemen van verschillende functies wordt deels voorzien in correctie voor inflatie. De fondsmanager wordt aangesteld in samenspraak met alle aandeelhouders.

Op deze manier ontstaat een mogelijkheid tot beleggen in gebiedsontwikkeling die gefaseerd wordt opgezet, waardoor heel bewust wordt omgegaan met ontwikkelrisico's; *leverage* blijft laag en er is altijd sprake van een belangrijk aandeel direct rendement. Doordat integraal ontworpen, ontwikkeld en geëxploiteerd wordt, treedt er geen strategisch gedrag op tussen de verschillende partijen die actief zijn in deze fasen. Hierdoor kan de ontwikkeling zich volledig richten op het creëren van meerwaarde. Wanneer er voor gezorgd wordt dat altijd vijftig procent van het fonds bestaat uit objecten die al een huurstroom realiseren vanaf aankoop, heeft het fonds de kwalificatie '*value-added*'. Dit is voor pensioenfondsen veel aantrekkelijker dan wanneer alle ontwikkelingsactiviteiten tegelijk starten en het fonds *opportunistic* wordt (getoetst met INREV, 2011).

5.2.2 Onderbouwing

De basis van het ontwerp is een gebiedsexploitatiefonds.

Zoals uitgelegd in het kader op pagina 40 is dit een financierings- en beleggingsvorm waarin verschillende stadia van gebiedsontwikkeling samengebracht worden (grond-, bouw-, vastgoed- en onderhoudsexploitatie). Publieke en private partijen kunnen aandelen kopen in dit fonds, dat vervolgens dividenden uitbetaalt. Op deze manier wordt het mogelijk indirect in gebiedsontwikkeling te beleg-

⁸ Het gebiedsexploitatiefonds is een gebiedsontwikkelingsfonds dat zich richt op de langjarige exploitatie van een gebied. Het voert dezelfde taken uit als een gebiedsontwikkelingsfonds, maar is ontworpen als beleggingsobject gericht op pensioenfondsen. Voor pensioenfondsen is juist de langjarige exploitatie interessant. Daarom is gekozen voor de naam gebiedsexploitatiefonds.

gen (voorwaarde 1). De naam gebiedsexploitatiefonds geeft aan dat het fonds zich richt op de langjarige exploitatie van een gebied.

Voorgesteld wordt om het fonds een semi-open-end structuur te geven.

Hiermee worden risico's zo veel mogelijk ingeperkt voor de belegger. Een *semi-open-end* fonds is een privaat fonds dat nieuwe aandelen mag uitgeven wanneer er nieuw geld in het fonds stroomt en waarbij de waarde van de aandelen gezamenlijk gelijk is aan de intrinsieke waarde van het fonds. Hierdoor is de waarde van een aandeel niet afhankelijk van speculatie. Dit in tegenstelling tot *closed-end* fondsen, waarbij dat wel het geval is. Een *semi-open-end* fonds heeft de verplichting aandelen terug te kopen tenzij de marktomstandigheden zo veranderen dat het niet mogelijk is terugkoopgarantie te geven (Van den Berg & De Looze, 2009). Dit maakt aandelen in een *semi-open-end* fonds veel meer liquide dan direct vastgoed. Op deze manier wordt dus rekening gehouden met voorwaarde 2, 3, 4. Doordat het mogelijk is gefaseerd in te leggen in het fonds wordt het ook mogelijk gefaseerd te ontwikkelen (voorwaarde 5).

Het fonds richt zich op de (her)ontwikkeling en langjarige exploitatie van een gebied, waarvan (een deel van) het vastgoed al een huurstroom realiseert. Doordat gefaseerd wordt (her)ontwikkeld zal er altijd een bestaande huurstroom zijn, die groeit bij elk nieuw verhuurd object.

Omdat het fonds langjarig betrokken is, wordt in het ontwerp van het vastgoed en de openbare ruimte al rekening gehouden met exploitatie en onderhoud tientallen jaren later. Hierbij zullen dezelfde voordelen optreden als bij bestaande ontwikkelaar-beleggers (zie de opmerking over de studie van Hendriks & Muller (2004) op pagina 42).

Omdat het bestaande vastgoed al een huurstroom realiseert, wordt voldaan aan voorwaarde 6 en 7.

Het fonds geeft aandelen uit en meerdere partijen kunnen participeren. Bij gefaseerde inleg wordt het gebied gefaseerd gekocht en ontwikkeld. De inleg zorgt voor het benodigde eigen vermogen (minimaal 60%). Dit zorgt er ook voor dat vreemd vermogen toegezegd wordt vanuit banken.

Hierin wordt duidelijk uiteengezet dat het mogelijk is om indirect te beleggen (voorwaarde 1) en dat de constructie erop gericht is financiering te creëren (voorwaarde 2). Verder wordt hier gesteld dat minimaal 60 procent van de financiering bestaat uit eigen vermogen. Zo wordt voldaan aan voorwaarde 8 (lage *leverage*).

Het fonds komt tot stand in samenwerking met de betreffende gemeente(n) en de fondsmanager. Omdat de gemeente betrokken is bij de opzet en baat heeft bij de langjarige exploitatie, kunnen de verwachtingen bijgesteld worden wat betreft winsten uit de grondexploitatie en kunnen ook langjarige afspraken worden gemaakt. De gemeente is niet per definitie aandeelhouder.

Het fonds wordt opgezet in samenwerking met de gemeente. Deze heeft baat bij een kwalitatief goede ontwikkeling van het gebied. Voor het maken van langjarige afspraken is het nodig duidelijk te zijn over de doelen van beide partijen en deze congruent te maken (voorwaarde 9). Omdat de gemeente hier actief bij betrokken is, zal dit er ook voor zorgen dat er een realistische gemeentelijke grondex-

exploitatie wordt ontworpen (voorwaarde 10), voor zover dit niet privaat uitgevoerd wordt. Langjarige contractueel vastgelegde afspraken dwingen ook een betrouwbare overheid af (voorwaarde 11).

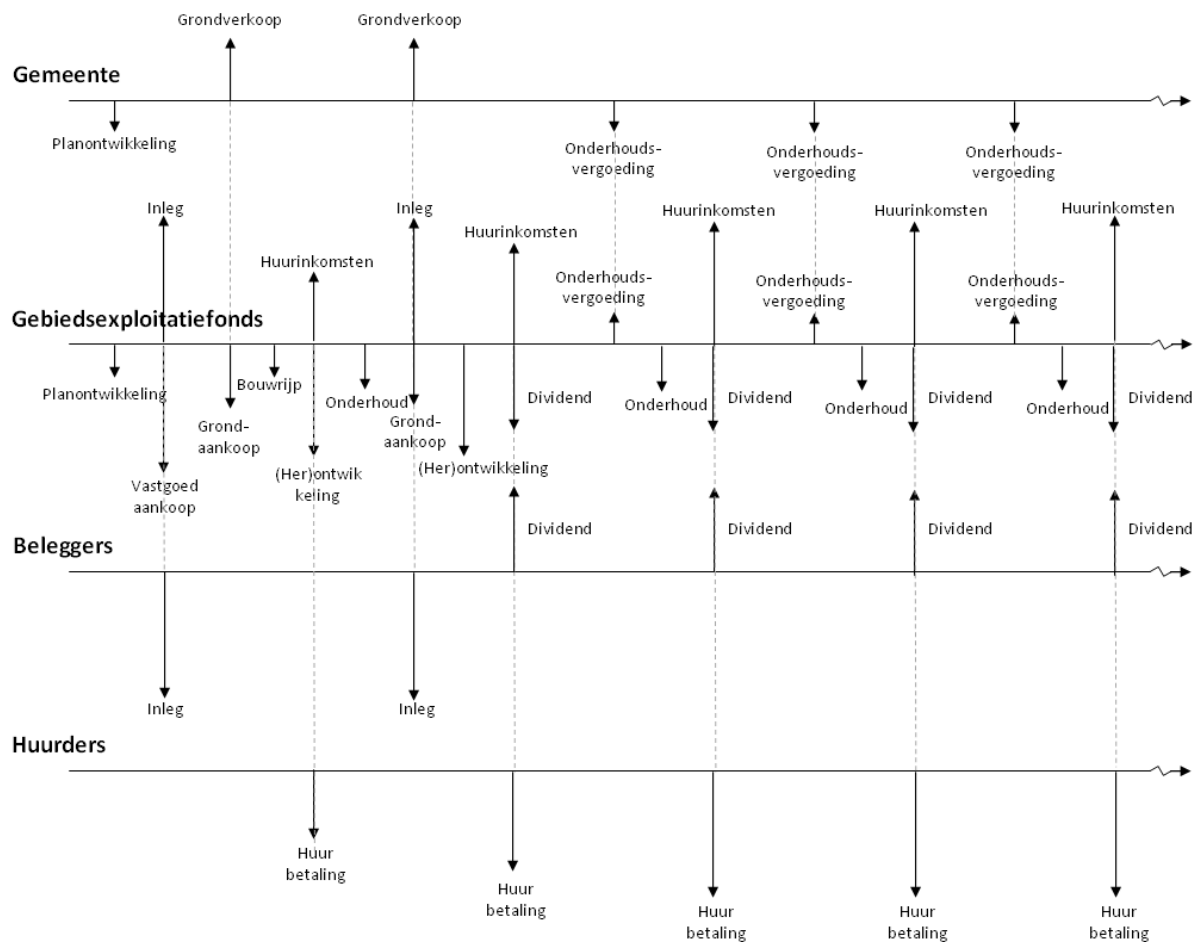
Het fonds bevat vastgoed én alle gronden, inclusief de openbare ruimte. Het fonds voorziet in parkmanagement om deze te onderhouden. Door het opnemen van verschillende functies wordt deels voorzien in correctie voor inflatie. De fondsmanager wordt aangesteld in samenspraak met alle aandeelhouders.

Door te stellen dat het fonds eigenaar is van de openbare ruimte en voorziet in het onderhoud hiervan, wordt voldaan aan voorwaarde 12. Omdat de ontwikkeling bestaat uit een mix van functies (inclusief woningen of commerciële activiteiten) is er deels correctie voor inflatie (voorwaarde 13).

Voorwaarde 14, het realiseren van een uniek en moeilijk dupliceerbare ontwikkeling, is in de fondsstructuur deels gegarandeerd, maar zal vooral gewaarborgd moeten worden in het ontwerp van het gebied. Wel kan gezegd worden dat gebiedsontwikkelingsfondsen (en gebiedsexploitatiefondsen) op dit moment niet toegepast worden en dus uniek zijn. Ook voorwaarde 15 moet meegenomen in het daadwerkelijke ontwerp van het gebied (namelijk, de ontwikkeling moet toegepast worden op een veilige sector en een groeiende markt en locatie). Tenslotte zal aan voorwaarde 16 voldaan moeten worden door het kiezen van de juiste juridische structuur (de manager moet in staat zijn de strategie te bepalen van het gebied)

Met bovenstaande argumentatie is aangegeven dat het ontwerp aan alle ontwerpvoorwaarden voldoet.

5.2.3 Kasstromen



Figuur 19: Kasstromen verdienmodel gebiedsexploitatiefonds

Figuur 19 laat de kasstromen zien die passen bij het ontwerp van het gebiedsexploitatiefonds. Het fonds heeft een centrale rol in het proces van planontwikkeling tot en met exploitatie. De gemeente heeft een faciliterende rol en denkt mee over de planontwikkeling, verkoopt haar gronden en geeft een onderhoudsvergoeding voor het onderhouden van de openbare ruimte. De beleggers betalen hun inleg en ontvangen daarna regelmatig dividend. Alleen de huurder heeft nog zijn oude rol. Het enige verschil is dat hij zijn huur afdraagt aan het gebiedsexploitatiefonds. De huurstream stijgt naarmate er meer ontwikkeld is.

5.2.4 De rol van enkele actoren

Bij toepassing van het gebiedsexploitatiefonds verandert de rol van veel actoren.

De gemeente krijgt een faciliterende rol. Zij is betrokken bij de eerste planvorming en stelt kaders. Vervolgens moet zij door middel van afspraken met het fonds zorgen dat het fonds in bestuurlijke luwte kan opereren. Wat betreft het helpen met het verwerven van gronden: de gemeente heeft de macht te onteigenen in het belang van ruimtelijke ontwikkeling en volkshuisvesting (artikel 14, lid 1, grondwet). Hierbij is zij echter aan strikte regels gebonden.

Bestaande grond- en vastgoedeigenaren in het gebied worden uitgekocht, maar kunnen ook hun gronden en vastgoed inleggen in het fonds. Zij krijgen hier aandelen voor terug. Belangrijke grondeigenaren kunnen dan ook betrokken worden bij de planontwikkeling. Het gebiedsexploitatiefonds realiseert de integrale (her)ontwikkeling van het gebied, waardoor de kwaliteit van het gebied verbetert en er waardestijging optreedt. Bij participatie in het gebiedsexploitatiefonds kunnen bestaande eigenaren profiteren van de kwaliteits- en waardestijging. Mochten zij niet willen meewerken dan kan een onteigeningsprocedure worden gestart. Dit is echter niet wenselijk voor het fonds omdat hierdoor hogere kosten en vertraging optreden.

Ook de rol van de ontwikkelaar verandert. Het gebiedsexploitatiefonds voert de integrale ontwikkeling én exploitatie van een gebied uit. Hierdoor is er geen traditionele verkoop van het ontwikkelde vastgoed aan een belegger, het moment waarop normaal gesproken rendement wordt gemaakt door een partij die ontwikkeld voor eigen rekening en risico. De ontwikkelaar zal nu in een adviseursrol betrokken worden bij de planvorming en de ontwikkeling. Hierbij is het ontwerp meer dan anders gericht op de langjarige exploitatie. De ontwikkelaar kan eventueel uitbetaald worden in aandelen. Zijn rol lijkt op de huidige *fee based* ontwikkelaars.

5.2.5 Toetsing van het ontwerp

Het gepresenteerde ontwerp is getoetst op bruikbaarheid en knelpunten door middel van een *expertmeeting* met adviseurs van de gemeente en door middel van een juridische check. Beiden worden bondig besproken.

De *expertmeeting* werd gehouden met zeven adviseurs van AT Osborne op het gebied van gebiedsontwikkeling. De onderzoeker heeft hen na een (25 minuten durende) presentatie gevraagd knelpunten te identificeren. De knelpunten zijn achtereenvolgens:

Welke rol heeft de gemeente? De experts zeggen dat zij de trend zien dat de gemeente steeds vaker alleen faciliterend optreedt. Een gemeente wil dan niet privaatrechtelijk betrokken zijn bij een gebiedsontwikkeling. De onderzoeker heeft hiermee rekening gehouden door de gemeente een faciliterende rol te geven.

Een volgende vraag is hoe de gemeente kan zorgen dat een gebiedsexploitatiefonds in bestuurlijke luwte kan opereren. Hoe kan gerealiseerd worden dat de gemeente 'pijn voelt' wanneer er kannibalisme optreedt op het project. De onderzoeker geeft aan dat het mogelijk is om de gemeente een deel van de aandelen te laten afnemen zodat zij deelneemt in het project. (Hierop wordt teruggekomen onder de juridische check). De mogelijkheid om het fondsmanagement bij de gemeente neer te leggen lijkt de experts niet zinvol, omdat de gemeente de specifieke kennis niet heeft en omdat hierdoor belangenverstrengeling of tegengestelde belangen kunnen ontstaan. Het fondsbeheer kan beter uitgevoerd worden door een bedrijf dat hierin gespecialiseerd is.

Een derde vraag is hoe een gebied begrensd moet worden. De onderzoeker geeft aan dat dit kan door dit vast te leggen in het betreffende bestemmingsplan. Het gebiedsexploitatiefonds kan eventueel exclusiviteit voor het hele te ontwikkelen gebied afkopen, zoals bij Park 20|20 het geval is.

Een vierde vraag van de experts is hoe koopwoningen gerealiseerd kunnen worden. Kan een particulier eigenaar worden van een woning in het gebied? Het is namelijk nauwelijks mogelijk om als parti-

culier een hypotheek te krijgen wanneer hier geen grondeigendom bij hoort, wordt gezegd. Het dilemma bij koopwoningen is dat bij de verkoop van woningen inclusief grond de mogelijkheid ontstaat dat er slecht onderhoud plaatsvindt, met negatieve invloed op de waardeontwikkeling van het gebied. Antwoord hierop is dat een erfpachtconstructie waarbij het gebiedsexploitatiefonds ook een hypotheek uit geeft een mogelijkheid kan zijn (dit levert een terugkerende geldstroom op en kan dus interessant zijn voor pensioenfondsen). Dit lijkt echter complex. Verplichte deelname aan de parkmanagementorganisatie is dan gemakkelijker te realiseren.

Tenslotte is besproken dat er geen geografische spreiding optreedt in een gebiedsexploitatiefonds. Dit klopt en is een groot nadeel. Doordat er echter wel sprake is van een mix van functies, treedt er wel spreiding op over sectoren. Daarnaast maakt het fonds het mogelijk om toe te treden voor een relatief laag bedrag. Eventueel kunnen geografisch gespreide gebiedsexploitatiefondsen gecombineerd worden tot één fonds.

Als **juridische check** is het hele document voorgelegd aan een van de directeurs *Legal* van AT Osborne. Deze ziet geen bezwaren of juridische onmogelijkheden in het ontwerp. De enige kanttekening is dat een gemeente volgens de wet financiering decentrale overheden (Fido) uitsluitend leningen mag uitzetten ten behoeven van de publieke taak en geen derivaten mag hanteren die gericht zijn op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico (artikel 2 lid 2, Wet Fido). Terugkomend op het tweede knelpunt uit de *expertmeeting*: het is dus alleen mogelijk dat een gemeente aandeel neemt in het gebiedsexploitatiefonds wanneer dit ten behoeve is van de uitoefening van haar publieke taak. Wat dit precies is, is echter betwistbaar en kan per zaak worden bekeken.

Dit hoofdstuk heeft besproken hoe pensioenfondsen kunnen beleggen in gebiedsontwikkeling. Hierbij is een nieuw verdienmodel gepresenteerd en is ingegaan op de rol van de gemeente. Ook is aangegeven dat het ontwikkelproces begint bij gezamenlijke planontwikkeling van gemeente en pensioenfonds. Succesfactoren voor het totstandkomen van deze samenwerking worden behandeld in hoofdstuk 5.4.

5.3 Procesmodel

Hoofdstuk 5.3 presenteerde een verdienmodel waarin pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling. Dit verdienmodel is gericht op de langjarige exploitatie van een gebied. Het fonds wordt gefaseerd opgebouwd en door het integrale ontwerp wordt op de lange termijn meerwaarde gecreëerd. Hiervoor is al vanaf de planvorming samenwerking nodig tussen gemeente en het pensioenfonds. Deze samenwerking komt tot stand in de initiatieffase.

Waar het ontworpen verdienmodel vooral ingaat op de *wat-vraag* (wat is de oplossing), gaat het procesmodel vooral in op de *hoe-vraag* (hoe komt deze oplossing tot stand in de praktijk). Hiervoor wordt gebruik gemaakt van succesfactoren.

In hoofdstuk 2.2 zijn succesfactoren geïdentificeerd voor het totstandkomen van de samenwerking tussen gemeente en pensioenfonds. In hoofdstuk 4.3 is gekeken hoe deze succesfactoren van belang zijn in de praktijk. Eén van de actoren gaf aan dat moeilijkheden ontstonden wanneer geen rekening werd gehouden met de geïdentificeerde factoren. Om de bruikbaarheid van de factoren te vergroten is in een *expertmeeting* en terugkoppeling hierop nagedacht over de betekenis van de factoren. Deze

wordt hieronder besproken. Vervolgens wordt het totaalmodel gepresenteerd voor samenwerking met een pensioenfonds.

5.3.1 Betekenis succesfactoren

Hoofdstuk 2.2 toonde de belangrijkste vijf succesfactoren voor samenwerking met een belegger in de initiatieffase van een gebiedsontwikkeling. Dit was het resultaat van de eerste *expertmeeting* rondom succesfactoren. Deze factoren zijn:

- zoeken naar een gemeenschappelijk doel;
- heldere beschrijving van in te nemen rol/scope;
- wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties;
- transparantie;
- participanten samen laten beslissen over basisregels, doelen en taken.

Door middel van een *expertmeeting* zijn de succesfactoren nader gedefinieerd zodat het werkbare begrippen zijn. In de *expertmeeting* heeft de onderzoeker zijn bevindingen gepresenteerd. Na discussie over mogelijke knelpunten in het ontworpen verdienmodel, is stil gestaan bij de vijf succesfactoren. Hierbij is gezamenlijk tot de definitie van 'zoeken naar een gemeenschappelijk doel' gekomen. Daarna hebben participanten per email input geleverd voor de andere succesfactoren. Deze heeft onderzoeker samengevoegd en teruggekoppeld. Het resultaat is als volgt. Het geeft aan hoe omgegaan moet worden met de succesfactoren. Toepassing ervan zorgt voor een grotere kans op het bereiken van een samenwerking.

Zoeken naar een gemeenschappelijk doel

Door de onderliggende belangen van alle partijen duidelijk te maken, de minimale overeenkomstige/convergerende outputwensen van het potentiële samenwerkingsproces vaststellen en mogelijk tegengestelde belangen beheersen en/of borgen

Heldere beschrijving van in te nemen rol/scope

Afspraken tussen partijen over verantwoordelijkheden, taken en risicoallocatie en aansprakelijkheid ten aanzien van tijd, geld en kwaliteit

Wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties

Door elkaar te leren kennen en dezelfde taal te spreken inzicht krijgen in

- wat partijen elkaar kunnen bieden en van elkaar mogen verwachten;
- hoe de niet-gemeenschappelijke belangen van andere partijen getolereerd worden in een beoogde samenwerking.

Transparantie

Openheid over de motivatie voor het nemen van beslissingen in een samenwerking, inclusief afspraken over welke informatie wel én niet met elkaar gedeeld wordt.

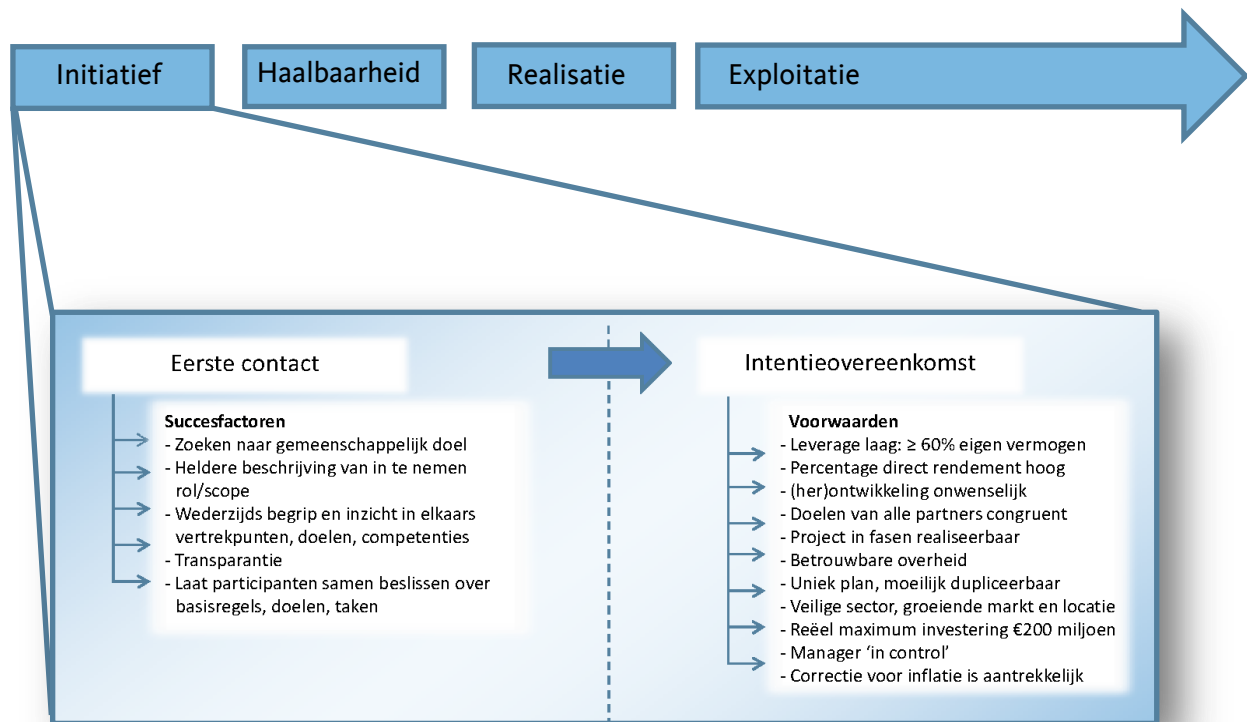
Participanten samen laten beslissen over basisregels, doelen en taken

Ontwerpen van een samenwerkingsverband waarbij participanten zich betrokken voelen en waarbij toegevoegde waarde van deelnemers optimaal wordt benut, inclusief momenten inbouwen voor

- het tussentijds toetsen en herijken van verwachtingen met en naar elkaar;
- het expliciet beslissen over doorgaan of afscheid nemen.

5.3.2 Resumerend model

In het bovenstaande is betekenis gegeven aan de opgestelde succesfactoren. Door deze factoren als leidraad te nemen in het samenwerkingsproces wordt de kans vergroot op het sluiten van een intentieovereenkomst. Het model van figuur 20 brengt de succesfactoren en de ontwerpvoorwaarden uit hoofdstuk 4.2 samen. Dit model geeft in één figuur inzicht in de relevante factoren voor samenwerking met een pensioenfonds in gebiedsontwikkeling.



Figuur 20: Procesmodel met succesfactoren en voorwaarden initiatieffase

5.3.3 Koppeling verdienmodel en procesmodel

Het ontworpen verdienmodel, het gebiedsexploitatiefonds, maakt het mogelijk voor pensioenfondsen om te beleggen in gebiedsontwikkeling. Dit brengt een nieuwe geldstroom op gang die de stagnatie in gebiedsontwikkeling kan doorbreken.

Het procesmodel dat hierboven is beschreven, geeft succesfactoren voor de initiatieffase van samenwerken. Ook presenteert het de voorwaarden waaraan een intentieovereenkomst moet voldoen om het voor een pensioenfonds mogelijk te maken te participeren.

De koppeling tussen beide modellen is eenvoudig maar van groot belang. De stagnatie in gebiedsontwikkeling kan doorbroken worden als pensioenfondsen in gebiedsontwikkeling gaan beleggen via een gebiedsexploitatiefonds. Dit fonds kan echter alleen tot stand komen wanneer gemeente en pensioenfondsen gaan samenwerken, beide partijen zijn van elkaar afhankelijk. Wanneer tijdens de intentiefase van deze samenwerking wordt gestuurd op de succesfactoren uit het model, vergroot dit de kans dat de samenwerking tot stand komt. De voorwaarden voor de intentieovereenkomst geven gemeenten inzicht in de denk- en werkwijze van pensioenfondsen. Dit vergroot het begrip van en inzicht in pensioenfondsen, één van de succesfactoren.

Wanneer geen rekening wordt gehouden met de succesfactoren tijdens de initiatieffase van een samenwerking, wordt het bereiken van een intentieovereenkomst bemoeilijkt. De kans op het succesvol opzetten van een gebiedsexploitatiefonds wordt dus vergroot wanneer het gepresenteerde procesmodel dient als leidraad tijdens de initiatieffase van samenwerken tussen pensioenfondsen en gemeente.

Deze koppeling vormt de afsluiting van het ontwerpgedeelte van dit onderzoek. Hoofdstuk 6 resumeert het totale onderzoek, geeft conclusies en doet aanbevelingen voor de praktijk en voor vervolgonderzoek.

6 Conclusies en aanbevelingen

De financiële crisis heeft groot effect op gebiedsontwikkeling in Nederland. Hierdoor stagneert een groot aantal projecten. Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling voldoet niet meer in de nieuwe realiteit.

Pensioenfondsen voelen de effecten van de financiële crisis ook. Dit leidt tot verscherpt toezicht en veel aandacht van media en politiek. Een populair credo is dat pensioenfondsen hun maatschappelijke taak moeten oppakken en hun vermogen moeten beleggen in Nederland. Negentig procent van het pensioengeld is nu namelijk belegd in het buitenland.

Dit onderzoek combineert beide trends, zonder zich te bemoeien met politieke meningen. Dit heeft geleid tot een nieuw verdienmodel waarbij pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling. Voor de initiatieffase van de samenwerking tussen gemeente en pensioenfonds zijn succesfactoren gedefinieerd. De *Business Problem Solving* methode (Van Aken et al., 2007) die hiervoor is toegepast, gebruikt de meest recente literatuur voor het ontwerpen van een praktische verandering. De combinatie van netwerktheorie, *negotiation theory* en de moderne portefeuilletheorie leidt tot het ontwerp van een gebiedsexploitatiefonds. Dit fonds biedt nieuwe kansen in de praktijk van gebiedsontwikkeling.

Dit hoofdstuk presenteert de conclusies en aanbevelingen van het onderzoek. Hiervoor wordt in 6.1 een samenvatting gegeven van alle vorige hoofdstukken door de hoofdvragen van dit onderzoek te beantwoorden. 6.2 geeft vervolgens aanbevelingen voor de praktijk en voor vervolgonderzoek. In 6.3 sluit de onderzoeker af met een discussie.

6.1 Conclusies

Beantwoording van de vier hoofdvragen geeft de belangrijkste conclusies van dit onderzoek weer.

Hoofdvraag 1: Wat zijn de oorzaken van de problemen in het huidige verdienmodel in gebiedsontwikkeling in de praktijk?

Gebiedsontwikkeling is het (opnieuw) invullen van een gebied met verschillende functies, die in onderlinge samenhang worden gerealiseerd. Overheden en marktpartijen werken hierbij samen. Er worden vier fasen onderscheiden: initiatief, haalbaarheid, realisatie en beheer.

Onder verdienmodel wordt verstaan: “de wijze waarop opbrengsten en kosten gegenereerd worden”. In het traditionele verdienmodel van gebiedsontwikkeling werken drie actoren na elkaar: gemeente, ontwikkelaar en belegger. Na de realisatie van de verschillende functies in het gebied, beheert de gemeente de openbare ruimte en de eigenaar/belegger het vastgoed.

Het geheel van geldstromen tijdens de realisatie en exploitatie is in essentie het traditionele verdienmodel in gebiedsontwikkeling. Deze laat de drie traditionele actoren in gebiedsontwikkeling zien, hun specifieke ontwikkelingsfase en de geldstromen die hierbij horen. Elke ontwikkelingsfase begint met een negatieve geldstroom (bijvoorbeeld aankoop van grond door de ontwikkelaar) en sluit

af met verkoop, een positieve geldstroom. Het gat tussen de eerdere negatieve geldstroom en de latere positieve geldstroom (de financieringsbehoefte), wordt gedekt door financiering. Banken spelen hierin een belangrijke rol.

De financiële crisis katalyseert verandering in de praktijk van gebiedsontwikkeling, samengevat door van Delden (2011) in de volgende punten en later onderschreven in gehouden interviews.

- Vraaguitval in de woningbouw door sterk toegenomen onzekerheden voor kopers;
- Terughoudendere opstelling van financiers, vereiste voorverkooppercentages stijgen;
- Waardering van grond en vastgoed onder druk, boekwaardes zijn veel hoger dan de marktwaarde;
- Toenemende financierings-/liquiditeitsproblemen bij bijvoorbeeld gemeenten en ontwikkelaars door onder andere een waardedaling van verworven gronden.

Dit leidt tot een terugval van de productie van vastgoed, vastgoedinvesteringen en werkgelegenheid, waardoor woningbouw en gebiedsontwikkeling stagneren en de woningmarkt op slot zit. De opgesomde gevolgen versterken elkaar, waardoor gebiedsontwikkeling complexer is geworden. Invulling van de financieringsbehoefte in het traditionele verdienmodel is bemoeilijkt en de omvang van sommige geldstromen is afgenomen. Er wordt met andere ogen gekeken naar risico's en daarmee naar de vorm van samenwerking. De traditionele aanpak van na-elkaar-werken werkt niet meer, want gemeenten starten niet langer met grondexploitaties omdat inkomsten onzeker zijn en financiering beperkt is. Boudewijn en Franzen geven aan dat samenwerking en denken vanuit de hele waardeketen cruciaal is (Bijsterveld et al, 2011). Het eerder betrekken van een belegger (specifiek: pensioenfonds) sluit hierbij aan.

Hoofdvraag 2: Welke factoren onderscheidt de theorie die het samenwerken met een belegger beïnvloeden in een gebiedsontwikkelingsproject tijdens de initiatieffase?

Het doel van de initiatieffase is om van het eerste contact tussen een pensioenfonds en een ontwikkelende partij (bijvoorbeeld een gemeente) tot een intentieovereenkomst te komen. Voor het totstandkomen van een samenwerking zijn vanuit de literatuur succesvoorwaarden gedefinieerd. Rekening houden met deze succesfactoren vergroot de kans op het bereiken van een intentieovereenkomst. De onderzoeker stelt dat deze intentieovereenkomst in ieder geval bestaat uit een aantal ontwerpvoorwaarden voor de ontwikkeling. Deze worden bekeken vanuit het pensioenfonds en ingevuld door middel van literatuurstudie.

Succesfactoren voor samenwerking in de initiatieffase

Van Bortel et al. (2007) stellen dat gebiedsontwikkeling, vanwege zijn complexiteit, alleen kan plaatsvinden wanneer meerdere actoren samen actie ondernemen. De praktijk van gebiedsontwikkeling kan daarom omschreven worden als een netwerk: "een aantal actoren met verschillende doelen en belangen en verschillende middelen, die van elkaar afhankelijk zijn voor de realisatie van hun doelen" (De Bruijn & Ten Heuvelhof, 2008).

Het verdienmodel van gebiedsontwikkeling beschrijft het financiële verloop van gebiedsontwikkeling. Hierin wordt door middel van samenwerking tussen partijen geprobeerd waarde te creëren en te verdelen. Dit kan beschreven worden door middel van *negotiation theory* (Yousefi et al., 2007).

Door studie van de netwerktheorie en *negotiation theory*, aangevuld met praktijkliteratuur over gebiedsontwikkeling, identificeert de onderzoeker een aantal succesfactoren (bijlage 2). Na aanvulling en rangschikking door middel van een *expertmeeting* met adviseurs in gebiedsontwikkeling van de klantorganisatie, blijken vijf succesfactoren het meest belangrijk. Dit zijn:

- zoeken naar gemeenschappelijk doel;
- heldere beschrijving van in te nemen rol/scope;
- wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties;
- transparantie;
- participanten samen laten beslissen over basisregels, doelen en taken.

Voorwaarden voor beleggen

Pensioenfondsen hebben de taak hun klanten te voorzien in een toereikend pensioen. Hiervoor laten pensioenfondsen het periodiek ingelegde vermogen groeien. Dit doen zij door dit vermogen te beleggen. Hoofdstuk 2.3 van dit onderzoek geeft inzicht in de basis van beleggingstheorie (moderne portefeuilletheorie). Deze komt neer op 'synergie door diversificatie'. Samengevat betekent dit dat er risicodemping optreedt wanneer vermogen gespreid wordt belegd. Spreiding ontstaat door te beleggen in verschillende beleggingscategorieën, waaronder vastgoed. Om het vereiste rendement van een belegging te bepalen, wordt het risico van de belegging vergeleken met het gemiddelde risico in de markt (door middel van het *Capital Asset Pricing Model*).

Vastgoed is een van de belangrijkste waardemakers in gebiedsontwikkeling. Daarom zijn vanuit de literatuur factoren geformuleerd die van belang zijn bij de risicobepaling van een vastgoedobject en dus bij het selecteren van een vastgoedbelegging. Deze factoren gelden als voorwaarde voor het beleggen in gebiedsontwikkeling en dus als inhoud van de intentieovereenkomst.

Hoofdvraag 3: wat moet aangepast worden aan de opgestelde factoren, na confrontatie met de praktijk?

Het theoretische model als antwoord op hoofdvraag 2 is vervolgens getoetst en ingevuld door het te confronteren met de praktijk. Opnieuw is hier een tweedeling gemaakt. Enerzijds is betekenis gegeven aan de succesfactoren door opnieuw een *expertmeeting* te organiseren en door ze te onderzoeken in een praktijkcase. Anderzijds is door middel van interviews invulling gegeven en aanpassing gemaakt aan de voorwaarden voor beleggen. Beiden worden hieronder besproken.

Betekenis van de succesfactoren voor samenwerking in de initiatieffase

In een *expertmeeting* heeft de onderzoeker de studie uiteengezet. Alle deelnemers treden voor meerdere gemeenten op als adviseur gebiedsontwikkeling. Met hen is nagedacht over de betekenis van de vijf succesfactoren voor samenwerking. Vervolgens hebben zij de onderzoeker input geleverd om te komen tot de volgende definities.

Zoeken naar een gemeenschappelijk doel

Door de onderliggende belangen van alle partijen duidelijk te maken, de minimale overeenkomstige/convergerende outputwensen van het potentiële samenwerkingsproces vaststellen en mogelijk tegengestelde belangen beheersen en/of borgen

Heldere beschrijving van in te nemen rol/scope

Afspraken tussen partijen over de verantwoordelijkheden ten aanzien van taken en verantwoordelijkheden en over risicoallocatie en -aansprakelijkheid ten aanzien van tijd, geld en kwaliteit

Wederzijds begrip en inzicht in elkaars vertrekpunten, doelen en competenties

Door elkaar te leren kennen en dezelfde taal te spreken inzicht krijgen in

- wat partijen elkaar kunnen bieden en van elkaar mogen verwachten;
- hoe de niet-gemeenschappelijke belangen van andere partijen getolereerd worden in een beoogde samenwerking.

Transparantie

Openheid over de motivatie voor het nemen van beslissingen in een samenwerking, inclusief afspraken over welke informatie wel én niet met elkaar gedeeld wordt.

Participanten samen laten beslissen over basisregels, doelen en taken

Ontwerpen van een samenwerkingsverband waarbij participanten zich betrokken voelen en waarbij toegevoegde waarde van deelnemers optimaal wordt benut, inclusief momenten inbouwen voor

- het tussentijds toetsen en herijken van verwachtingen met en naar elkaar;
- het expliciet beslissen over doorgaan of afscheid nemen.

Hiernaast heeft de onderzoeker de praktijkcase Park 20|20 bestudeerd. Dit is een integrale gebiedsontwikkeling met hoofdzakelijk een kantoorfunctie in de gemeente Haarlemmermeer. Het eerste initiatief voor deze ontwikkeling werd genomen in 2007. Het gebied is momenteel in ontwikkeling. Een van de actoren gaf aan dat waar geen rekening was gehouden met de vijf succesfactoren tijdens de initiatieffase, dit leidde tot een moeizamer proces. Ondanks dat dit laatste geen generaliseerbaar resultaat oplevert, onderstreept het wel het belang van de succesfactoren in de betreffende case.

Beleggen in gebiedsontwikkeling door pensioenfondsen

In combinatie met het beantwoorden van de volgende hoofdvraag, is in het veld gesproken met vier pensioenfondsen/vermogensbeheerders, twee ontwikkelende partijen en in totaal elf adviseurs van gemeenten op het gebied van gebiedsontwikkeling.

Uit gesprekken met adviseurs van de gemeente bleek dat er weinig kennis bestaat over de strategie van pensioenfondsen. Omdat dit onderzoek aanbevelingen doet aan gemeenten over samenwerken met pensioenfondsen, is de strategie van pensioenfondsen in kaart gebracht. Deze wordt eerst uiteengezet. Vervolgens wordt ingegaan op de voorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling. Knelpunten en mogelijke oplossingen worden besproken onder het beantwoorden van hoofdvraag vier.

Beleggingsstrategie van pensioenfondsen

Als basis voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen wordt een *Asset Liability Management* studie gedaan. Hierbij wordt het belegde vermogen van een pensioenfonds afgezet tegen de verplichtingen van het fonds. Hieruit volgt de keuze voor een strategische spreiding over beleggingsmogelijkheden (*assetmix*). Binnen vastgoed is er de keuze voor beleggen in stenen (direct) of in fondsen (indirect). Hierbij is er een tendens naar indirect beleggen gaande. De selectie van de beleggingsstijl heeft te maken met de gewenste rendements/risicoverhouding van pensioenfondsen. Er bestaan drie stijlen.

- 'Core' heeft de laagste rendements/risicoverhouding;
- 'Value-added' staat voor een gemiddelde rendements/risicoverhouding;
- 'Opportunistic' heeft de hoogste rendements/risicoverhouding.

Pensioenfondsen beleggen gemiddeld risico-avers, dus *core*. Figuur 21 geeft alle mogelijkheden binnen vastgoedbeleggen weer.



Figuur 21: Beleggingsoverwegingen pensioenfondsen gefocust op vastgoed

Voorwaarden voor beleggen in gebiedsontwikkeling

De vanuit de literatuur opgestelde lijst met voorwaarden voor beleggen is voorgelegd aan vier pensioenfondsen/vermogensbeheerders. De geïnterviewden zijn werkzaam binnen verschillende afdelingen dus geven gezamenlijk een brede blik op het onderwerp. Met hen is eerst besproken welke factoren geschikt zijn om een vastgoedobject te selecteren. Vervolgens is ook gekeken naar gebiedsontwikkeling. Voorwaarden voor het selecteren van een gebiedsontwikkeling als beleggingsobject zijn de volgende:

- pensioenfondsen zijn risico-avers en beleggen voornamelijk *core*;
- *leverage* moet laag zijn, dus minstens 60 procent eigen vermogen;
- percentage direct rendement moet hoog zijn, *core* is minstens 60 procent van het totaal;
- blootstelling aan (her)ontwikkeling is risicovol, het is verstandig hier bewust mee om te gaan;
- doelen van alle partners moeten congruent worden en het project moet in fasen realiseerbaar zijn. Er moet sprake zijn van een betrouwbare overheid;
- het plan moet uniek zijn en niet gemakkelijk dupliceerbaar;
- pensioenfondsen willen beleggen in een veilige sector en in een markt en locatie die groeiende is, waar vraag groter is dan aanbod. Daarnaast wil een pensioenfonds niet dat haar portefeuille overwogen is in een sector of regio. Hiervoor is de omvang van de investering van belang. Een reëel maximum is 200 miljoen euro;
- de manager van het fonds moet in staat zijn de strategie te bepalen van het gebied;
- correctie voor inflatie is aantrekkelijk.

Op basis van deze voorwaarden en van inzichten in mogelijke oplossingen en knelpunten, opgedaan in interviews met pensioenfondsen, ontwikkelaars en adviseurs van gemeenten, is een ontwerp gemaakt waarbij pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling. Als basis hiervoor dient het verdienmodel van de praktijkcase Park 20|20. Het nieuwe verdienmodel wordt besproken onder hoofdvraag vier.

Hoofdvraag 4: Hoe kan een verdienmodel eruit zien en welke procesfactoren zijn bepalend in de initiatieffase? Wat zijn de voordelen van het nieuwe verdienmodel ten opzichte van het traditionele?

In het onderstaande wordt eerst het ontwerp voor het nieuwe verdienmodel gepresenteerd. Vervolgens wordt het procesmodel gepresenteerd dat aanbevelingen doet over het bereiken van een intentieovereenkomst tussen pensioenfonds en gemeente. Tenslotte wordt ingegaan op de voor- en nadelen van het ontwerp.

Nieuw verdienmodel: een semi-open-end gebiedsexploitatiefonds

Het ontwerp bestaat uit een (semi-open-end) gebiedsexploitatiefonds dat zich richt op de (her)ontwikkeling en langjarige exploitatie van een gebied, waarbij (een deel van) het bestaande vastgoed al een huurstroom realiseert. Doordat gefaseerd wordt (her)ontwikkeld zal er altijd een bestaande huurstroom zijn, die groeit bij elk nieuw verhuurd object.

Het fonds geeft aandelen uit en meerdere partijen kunnen participeren. Bij gefaseerde inleg wordt het gebied gefaseerd gekocht. De inleg zorgt voor het benodigde eigen vermogen (minimaal 60%). Dit zorgt er ook voor dat vreemd vermogen toegezegd wordt vanuit banken.

Het fonds komt tot stand in samenwerking met de betreffende gemeente(n) en de fondsmanager. Omdat de gemeente betrokken is bij de opzet en baat heeft bij de langjarige exploitatie, kunnen de verwachtingen bijgesteld worden wat betreft winsten uit de grondexploitatie en kunnen ook langjarige afspraken worden gemaakt. De gemeente is niet per definitie aandeelhouder.

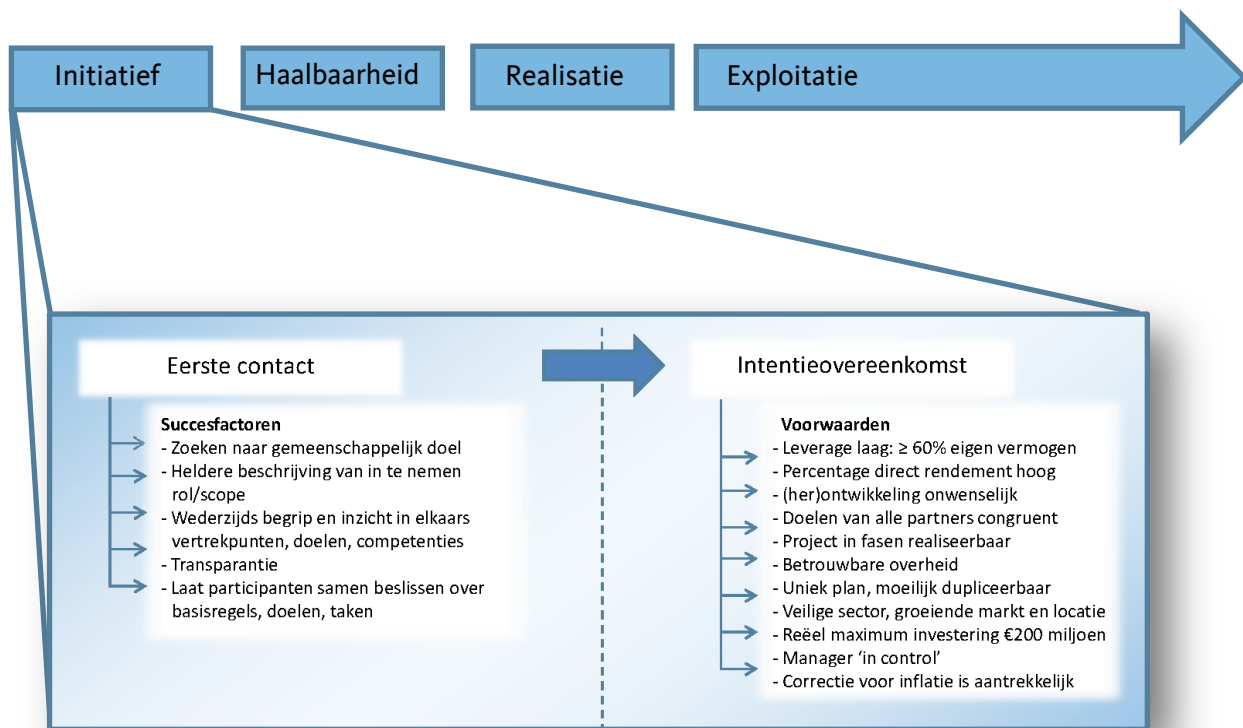
Het fonds bevat vastgoed én alle gronden, inclusief de openbare ruimte. Het fonds voorziet in parkmanagement om deze te onderhouden. Door het opnemen van verschillende functies wordt deels voorzien in correctie voor inflatie. De fondsmanager wordt aangesteld in samenspraak met alle aandeelhouders.

Op deze manier ontstaat een mogelijkheid tot beleggen in gebiedsontwikkeling die gefaseerd wordt opgezet, waardoor heel bewust wordt omgegaan met ontwikkelrisico's; *leverage* laag blijft en er altijd sprake is van een belangrijk aandeel direct rendement. Doordat integraal ontworpen, ontwikkeld en geëxploiteerd wordt, treedt er geen strategisch gedrag op tussen de verschillende partijen die actief zijn in deze fasen. Hierdoor kan de ontwikkeling zich volledig richten op het creëren van meerwaarde. Wanneer er voor gezorgd wordt dat altijd vijftig procent van het fonds bestaat uit objecten die al een huurstroom realiseren vanaf aankoop, heeft het fonds de kwalificatie '*value-added*'. Dit is voor pensioenfondsen veel aantrekkelijker dan wanneer alle ontwikkelingsactiviteiten tegelijk starten en het fonds *opportunistic* wordt (getoetst met INREV, 2011).

Figuur 17 op pagina 45 geeft de geldstromen weer die horen bij het ontworpen verdienmodel.

Procesmodel voor samenwerking tijdens de initiatieffase

Het procesmodel in figuur 22 zoomt in op de initiatieffase als onderdeel van het gebiedsontwikkelingsproces. De succesfactoren hierin vergroten de kans op succes in de stap van eerste contact naar intentieovereenkomst tussen gemeente en pensioenfonds. De intentieovereenkomst moet in ieder geval voorzien in de aangegeven voorwaarden.



Figuur 22: Procesmodel met succesfactoren en voorwaarden initiatieffase

Voor- en nadelen van het ontwerp

Het gepresenteerde fonds maakt het mogelijk voor pensioenfondsen om te beleggen in gebiedsontwikkeling en -exploitatie. Het fonds is zo ontworpen dat het beleggingsrisico beperkt blijft (*value added*). Door dit ontwerp worden er nieuwe geldstromen en nieuwe beleggers gemobiliseerd in gebiedsontwikkeling, waardoor de stagnatie doorbroken kan worden.

Een nadeel van het ontwerp is, dat het vernieuwing vraagt van een risico-averse belegger. Het is juridisch mogelijk, maar risicomijdende beleggers zullen waarschijnlijk niet meteen iets nieuws proberen. Er zal daarom een *pilot* nodig zijn.

6.2 Aanbevelingen

Dit onderzoek presenteert een nieuw verdienmodel waarbij pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling. De cliënt in dit onderzoek is de gemeente. Daarom volgt een aantal aanbevelingen aan de gemeente. Daarna worden ook aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek.

6.2.1 Aanbevelingen aan de gemeente

De gemeente is verantwoordelijk voor het garanderen van een bepaalde ruimtelijke kwaliteit binnen haar grenzen. Daarnaast draagt zij zorg voor de woonruimte van haar inwoners. Het wegvallen van de gemeentelijke grondexploitatie als verdienmodel betekent dat zorg dragen voor ruimtelijke kwaliteit en woonruimte bemoeilijkt wordt.

In het nieuwe verdienmodel, het gebiedsexploitatiefonds, krijgt de gemeente een andere rol. Juist door faciliterend op te treden, kan zij haar taak vervullen met betrekking tot ruimtelijke kwaliteit en woonruimte. De onderzoeker doet hierover de volgende aanbevelingen.

- **Zorg voor inzicht in de werkwijze en strategie van pensioenfondsen**

De onderzoeker heeft geconstateerd dat er weinig kennis is over de taak en werkwijze van pensioenfondsen bij mensen die hier niet rechtstreeks bij betrokken zijn. Weinig gefundeerde opmerkingen over 'de maatschappelijke taak van pensioenfondsen' levert een allergische reactie op bij pensioenfondsen. Juist door inzicht te tonen in de belangen van een pensioenfonds kan vertrouwen ontstaan en wil om samen te werken. Inzicht in elkaars belangen is daarom ook een succesfactor in het opgestelde procesmodel.

- **Zie mogelijkheden in plaats van belemmeringen**

De *casestudy* Park 20|20 laat zien dat een vernieuwende oplossing alleen tot stand kan komen wanneer alle partijen op zoek zijn naar mogelijkheden. Bij een vernieuwende oplossing zullen oude gebruiken soms losgelaten moeten worden en zeker niet heilig zijn. Alle geïnterviewden in de case gaven aan dat het zoeken naar mogelijkheden een succesfactor is. Zeker een gemeente die voor de crisis aan actieve grondpolitiek deed, zal zich bewust moeten zijn van haar faciliterende rol in dit nieuwe ontwerp. Hierbij horen nieuwe vormen als het verstrekken van onderhoudsgelden voor de openbare ruimte, om zo faciliterend te zorgen voor goede ruimtelijke kwaliteit.

- **Zorg voor bestuurlijke luwte**

Ontwikkelaars en pensioenfondsen geven aan dat gewijzigd gemeentelijk beleid als gevolg van politiek zorgt voor onrust en risico. Het opzetten van een gebiedsexploitatiefonds is een langjarige gebeurtenis. Daarnaast gaan er grote bedragen om in een dergelijk fonds. Het is daarom van groot belang dat de risico's te overzien zijn. Hiervoor is het nodig dat gemeenten bereid zijn langjarige afspraken te maken, wanneer een gebiedsexploitatiefonds wordt opgezet.

- **Start een landelijk gecoördineerde pilot**

Wanneer de bovenstaande aanbevelingen in acht zijn genomen, kan een gemeente een pilot starten. Pensioenfondsen zijn risico-avers en hebben veel buitenlandse beleggingsmogelijkheden. Zij zullen daarom niet vanzelf een gebiedsexploitatiefonds opstarten. Hiervoor is het initiatief van een gemeente nodig. Pensioenfondsen geven aan dat de uniciteit van een project van groot belang is in het huidige Nederlandse klimaat. Deze uniciteit kan niet geboden worden wanneer overal in het land pilots verrijzen. In de coördinatie hiervan ligt daarom een taak voor het ministerie van Infrastructuur en Milieu.

6.2.2 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

De aanbevelingen voor vervolgonderzoek komen voort uit ruim een half jaar onderzoek.

- **Onderzoek de praktische bruikbaarheid van succesfactoren**

Het lijkt een trend om succesfactoren te definiëren voor allerlei processen. Toch bleek tijdens het praktijkonderzoek dat professionals moeite hebben om succesfactoren te operationali-

seren en echt bruikbaar te maken. De onderzoeker beveelt daarom aan om succesfactoren testen op bruikbaarheid voordat deze gepubliceerd worden.

- **Specificeer succesfactoren naar de fase waarin ze toegepast moeten worden**

Bestudering van de bestaande literatuur over succesfactoren voor samenwerking leert dat succesfactoren nauwelijks toegespitst worden op een fase. Dit onderzoek gaat in op de initiatieffase, maar richt zich ook op de ontwikkeling van een verdienmodel. Doordat de tijd verdeeld moest worden over deze richtingen, is niet de volledige diepte bereikt in onderzoek naar succesfactoren voor samenwerking in de initiatieffase. Kwantitatief onderzoek dat zich toespitst op een bepaalde fase zal de bruikbaarheid van succesfactoren ook vergroten.

- **Onderzoek vormen waarin koopwoningen kunnen bestaan binnen een gebiedsexploitatiefonds**

Een groot deel van de vragen over dit onderzoek is gericht op hoe koopwoningen kunnen bestaan binnen een gebiedsexploitatiefonds. Dit onderzoek geeft hier kort antwoord op, maar heeft niet alle mogelijkheden verkend. Het op verschillende manieren mogelijk maken van koopwoningen binnen een fonds vergroot de toepasbaarheid van het gebiedsexploitatiefonds.

- **Onderzoek de waardeontwikkeling van een integraal ontwikkeld en beheerd gebied**

Alle gesproken actoren in gebiedsontwikkeling zijn het erover eens dat de integrale ontwikkeling van een gebied meerwaarde biedt. Hier is echter weinig onderbouwing voor.

Park 20|20 is een voorbeeld van een dergelijk gebied en gezien het (relatieve) succes verwacht de onderzoeker dat er meer van deze gebieden zullen volgen. Wanneer er aangetoond kan worden dat de waardeontwikkeling van een dergelijk gebied positiever is dan van omliggende gebieden, zal de integrale aanpak vaker toegepast worden.

- **Onderzoek het effect van het opknippen van een integraal ontwikkeld gebied in verschillende beleggingsobjecten**

Veel gebieden die integraal worden ontwikkeld worden vervolgens opgeknipt in verschillende beleggingsobjecten. De onderzoeker denkt dat de waarde van het integraal ontwikkelen hiermee deels te niet wordt gedaan. Ook hier is weinig over bekend. Kennis hierover is zinvol voor de wijze van ontwikkelen.

6.3 Discussie

In de afsluitende paragrafen van dit onderzoek wordt ingegaan op de relevantie van het onderzoek en op de onderzoekskwaliteit.

6.3.1 Relevantie

Een *Business Problem Solving* project is per definitie een relevant project. Het richt zich namelijk op het verbeteren van een bestaand praktijkprobleem. Toch lijkt dit onderzoek misschien verworden tot een gedachteoefening. De lezer zou deze gedachte kunnen krijgen omdat de aangedragen oplossing, het gebiedsexploitatiefonds, een ingewikkelde constructie lijkt. Daarnaast komt op de dag van schrij-

ven uitgebreid in het nieuws dat de Autoriteit Financiële Markten beleggers waarschuwt voor de risico's van het beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed. Deze lijken namelijk gepaard te gaan met het niet correct waarderen van vastgoed, vastgoedfraude en faillissementen (PropertyNL, 2011).

Toch betoogt de onderzoeker dat de aangedragen oplossing relevant is. Wanneer het toegepast wordt, opent het namelijk een nieuwe geldstroom voor gebiedsontwikkeling en daarmee een kans op het doorbreken van de stagnatie in gebiedsontwikkeling. Daarnaast laat een ander recent nieuwsbericht zien dat de gemeenten Amsterdam, Eindhoven en Utrecht een onderzoek starten naar de mogelijkheid om samen een beleggingsfonds op te richten voor gebiedsontwikkeling (Nu.nl, 2011). Dit wijst erop dat dit onderzoek inspeelt op bestaande vragen in de samenleving.

6.3.2 Onderzoekskwaliteit

Zoals aangegeven hanteert dit onderzoek de onderzoeksmethode van *Business Problem Solving* van Van Aken et al. (2007). Aan het eind van dit onderzoek wordt daarom ook ingegaan op de door hen gestelde kwaliteitscriteria voor onderzoek. Dit zijn achtereenvolgens: de controleerbaarheid, de betrouwbaarheid en de validiteit van het onderzoek en tenslotte de herkenbaarheid van de resultaten. Alle criteria worden hieronder behandeld.

Controleerbaarheid

Van Aken et al. (2007) geven aan dat de controleerbaarheid van een onderzoek een eerste vereiste is voor de evaluatie van de validiteit en de betrouwbaarheid. Om onderzoek controleerbaar te maken, moet de onderzoeker laten zien hoe hij tot zijn resultaten is gekomen. Hierbij worden de volgende vragen behandeld: hoe is de data verzameld? Welke respondenten zijn geselecteerd? Welke vragen zijn gesteld? Onder welke condities is de studie uitgevoerd? Hoe is de data geanalyseerd? Welke conclusies zijn hieruit getrokken?

Om de controleerbaarheid van dit onderzoek te garanderen heeft de onderzoeker in hoofdstuk 3.2 laten zien hoe hij zijn data verzameld heeft. De respondenten worden in hoofdstuk 4.1 gepresenteerd. De gestelde vragen zijn weergegeven in bijlage 5. Verder heeft de onderzoeker in hoofdstuk 3.2 aangegeven onder welke condities de dataverzameling is uitgevoerd. De data analyse is uitvoerig beschreven in hoofdstuk 4 en de conclusies hieruit zijn beschreven in datzelfde hoofdstuk.

Op deze manier is dus voldaan aan alle criteria voor de controleerbaarheid van het onderzoek zoals gesteld door Van Aken et al. (2007). De lezer is op deze manier in staat het onderzoek te reproduceren.

Betrouwbaarheid

De resultaten van een studie zijn betrouwbaar wanneer ze onafhankelijk zijn van de specifieke karakteristieken van de studie en daarom te reproduceren zijn in andere studies (Yin 1994 en Swanborn 1996 in Van Aken et al. 2007). Van Aken et al. (2007) geven aan dat er vier mogelijke bronnen van bias bestaan: de onderzoeker, het instrument, de respondenten en de situatie. Deze worden achtereenvolgens besproken.

Onderzoeksresultaten zijn betrouwbaarder wanneer ze niet afhankelijk zijn van de onderzoeker. De kans bestaat dat een onderzoeker met een bepaalde vooringenomenheid zijn studie uitvoert, bijvoor-

beeld in de interpretatie van een interview. Om de invloed van vooringenomenheid te voorkomen, heeft de onderzoeker al zijn interviewresultaten teruggekoppeld naar de respondenten. Op deze manier is gecontroleerd of de respondenten goed begrepen zijn.

Onderzoeksresultaten zijn betrouwbaarder wanneer ze onafhankelijk zijn van de gebruikte meetinstrumenten. Om dit te garanderen heeft de onderzoeker gebruik gemaakt van verschillende instrumenten, namelijk interviews, documenten en *expertmeetings*. Het gebruik van verschillende soorten bewijs wordt triangulatie genoemd.

Onderzoeksresultaten zijn betrouwbaarder wanneer ze onafhankelijk zijn van de respondenten opgenomen in de studie. Om dit zo goed mogelijk te garanderen zijn respondenten met verschillende rollen en uit verschillende groepen geselecteerd (bijvoorbeeld ontwikkelaars, pensioenfondsen en adviseurs van de gemeente). Zo worden de 'verschillende kanten van het verhaal' gehoord. Er is echter maar één *casestudy* gedaan. In deze *casestudy* is echter wel hoor en wederhoor toegepast en daarnaast dient de *casestudy* vooral als startpunt uit de praktijk om een verdienmodel te ontwerpen. Dit beïnvloedt de betrouwbaarheid daarom niet.

Tenslotte zijn onderzoeksresultaten betrouwbaarder wanneer ze onafhankelijk zijn van de conditie en omgeving waarin ze tot stand zijn gekomen. Van Aken et al. (2007) geven aan dat dit bij BPS vanzelf gerealiseerd wordt omdat de onderzoeker een langere periode bij de klantorganisatie aanwezig is. Verder heeft de onderzoeker de externe interviews altijd uitgevoerd op het kantoor van de geïnterviewde en zonder aanwezigheid van collega's. Op deze manier is geprobeerd de geïnterviewde zoveel mogelijk op zijn gemak te laten zijn.

Validiteit

Onderzoeksresultaat is valide wanneer het is gerechtvaardigd door de manier waarop het is gegenereerd (Audi 1998 in Van Aken et al. 2007). De manier waarop het is gegenereerd moet goede redenen verschaffen om te geloven dat het onderzoeksresultaat waar of adequaat is. Het gaat hier dus om de relatie tussen resultaat en de manier waarop deze is gegenereerd. Hierbij wordt gekeken naar construct validiteit, interne validiteit en externe validiteit.

Construct validiteit is de mate waarin een instrument meet wat het moet meten. Hierbij gaat het om de operationalisatie van het concept. Er is sprake van hoge construct validiteit wanneer de meetmethode in hoge mate correspondeert met het concept (Van Aken et al. 2007). Hiervoor moet het concept compleet gedekt zijn en mogen er geen zaken gemeten worden die hierbuiten vallen. In deze studie zijn er hoofdzakelijk twee dingen gemeten: succesfactoren voor de initiatieffase van een samenwerking met een pensioenfonds en voorwaarden voor beleggen in een gebiedsontwikkeling. Om een zo hoog mogelijke construct validiteit te garanderen, heeft de onderzoeker altijd gecontroleerd of het concept goed gemeten is. Dit is gedaan door alle respondenten te vragen of er zaken toegevoegd moesten worden of juist moesten verwijderd. Door terugkoppeling is hiervoor ook een tweede kans gegeven.

Er is sprake van interne validiteit wanneer de resultaten van het onderzoek over de relaties gerechtvaardigd en compleet zijn. Hiervoor kan de onderzoeker nagaan of zaken worden vergeten te meten die ook kunnen bijdragen aan het gemeten fenomeen. Dit is gedaan door respondenten zaken te la-

ten toevoegen en door te controleren of de onderdelen uit de literatuur ook voorkomen in de praktijk.

Externe validiteit gaat over de generaliseerbaarheid van de resultaten en conclusies. De grootste zwakte in dit onderzoek lijkt hierin dat er maar één *casestudy* is gedaan. De resultaten hieruit worden echter niet gegeneraliseerd, de case wordt vooral gebruikt als startpunt voor een ontwerp. De ontwerpvoorwaarden in deze studie zijn wel generaliseerbaar omdat hiervoor meerdere interviews zijn gehouden, omdat de geïnterviewden gereageerd hebben op de teruggekoppelde resultaten en omdat de eindresultaten overeenkomen met bestaande literatuur.

De *casestudy* gaat echter wel in op het belang van de vijf geïdentificeerde succesfactoren. Hiervoor geldt en dat heeft de onderzoeker al eerder aangegeven, dat dit resultaat niet generaliseerbaar is. Het geeft enkel aan dat in die casus de factoren zinvol zijn.

Herkenbaarheid van de resultaten

De herkenbaarheid van de resultaten is de mate waarin de klant, de probleemhebber en de andere betrokkenen de onderzoeksresultaten herkennen. Van Aken et al. (2007) geven aan dat de herkenbaarheid van de resultaten als kwaliteitscontrole minder prominent is in de traditionele methodologische literatuur. Toch beargumenteren zij dat deze laatste controle belangrijk is wanneer het over toegepast onderzoek gaat.

Doordat de klant (AT Osborne) veelvuldig bij het onderzoek betrokken is geweest, herkent hij de onderzoeksresultaten. Alle genomen stappen zijn voor de klant herkenbaar. De conclusie levert een onverwachte oplossing op, maar de klant begrijpt waar deze vandaan komt. Ook de respondenten buiten de klantorganisatie herkennen zich in de terugkoppeling die hen gegeven is.

Conclusie

Deze paragraaf heeft de kwaliteit van het onderzoek behandeld. Hierbij is ingegaan op de controleerbaarheid, de betrouwbaarheid, de validiteit van het onderzoek en tenslotte de herkenbaarheid van de resultaten. De onderzoeker is zorgvuldig omgegaan met alle criteria. Een voorbeeld hiervan is dat alle geïnterviewden terugkoppeling hebben gekregen om te controleren of ze juist begrepen zijn. Alle respondenten hebben hier positief op gereageerd en vonden slechts kleine toevoegingen nodig. De onderzoeker concludeert hiermee dat is voldaan aan de kwaliteitsvoorwaarden zoals gesteld voor een *Business Problem Solving* Project.

7 Bibliografie

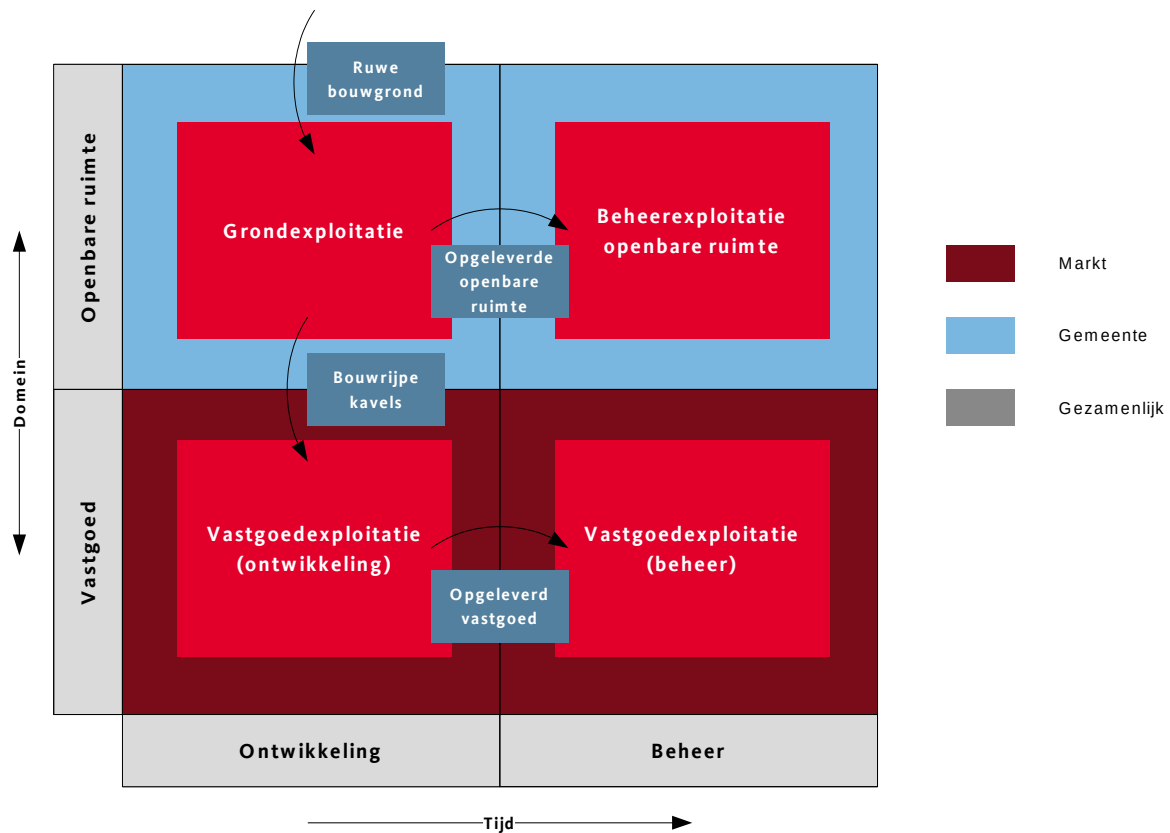
- Alfredson, T., & Cungu, A. (2008). *Negotiation Theory and Practice*. Food and Agriculture Organization of the United Nations.
- AT Osborne. (2011, 9 26). samenwerkingsmodellen.ppt. Baarn, Utrecht, Nederland.
- Babbie, E. (2010). *The practice of social research*. Wadsworth: Cengage Learning.
- Bayraktaroglu, E. (2011, 8 26). Aan de vooravond van de slag. *PropertyNL*, pp. 35-36.
- Bijsterveld, K., Milosevic, M., van Rheenen, M., & de Boer, R. (2011, 2 23). *Planproces en gedrag – de mens als sleutel voor succes* -. Opgeroepen op 9 22, 2011, van <http://www.gebiedsontwikkeling.nu/workspace/uploads/parallelsessie-g-1298483070.pdf>
- Bult-Spiering, M., & Dewulf, G. (2006). *Strategic issues in Public-Private Partnerships: an international perspective*. Oxford: Blackwell Publishing.
- CBS. (2011, 10 14). *Institutionele beleggers; direct vastgoed, veranderingen*. Opgeroepen op 10 2011, 17, van statline.cbs.nl:17, <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?VW=T&DM=SLNL&PA=70684ned&LA=NL>
- de Bruijn, J., & ten Heuvelhof, E. (2008). *Management in Networks. On Multi-actor decision making*. London: Routledge.
- de Zeeuw, F., Franzen, A., & van Rheenen, M. (2011). *Gebiedsontwikkeling in een andere realiteit: wat nu te doen?* Delft: Praktijkleerstoel Gebiedsontwikkeling TU Delft.
- Deloitte. (2011). *Gure herfst in vastgoedfinanciering*. Opgeroepen op 11 2, 2011, van www.deloitte.com: http://www.deloitte.com/view/nl_NL/nl/branches/real-estate/1cae06982904c210VgnVCM1000001a56fo0aRCRD.htm
- Donner, J. (2011, 7 1). *Woonvisie*. Opgeroepen op 11 2, 2011, van [rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl): <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2011/07/01/kamerbrief-woonvisie.html>
- Ebbinghaus, B., & Wiß, T. (2011). Regulating Private Pensions in Times of Crisis: Short-term and Long-term Consequences. *Paper to be presented at 8th Annual ESPAnet Conference.*, (pp. 1-22). Budapest.
- Financial Investigator. (2010, 1). Conclusie Ronde Tafels. *Financial Investigator*, pp. 66-67.
- Fisher, R., Ury, W., & Patton, B. (1991). *Getting to Yes*. New York: Penguin Books.
- Forester, J. (2006). Making participation work when interests conflict. *Journal of the American Planning Association*, 447-456.
- Forester, J. (2008). Participation as Dialogue, Debate, and Negotiation: Entangled Promises and Practices. In S. Odugbemi, & T. L. Jacobson, *Governance reform under real-world conditions: citizens, stakeholders, and voice* (pp. 209-218). Washington: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.
- Franzen, A., Hobma, F., de Jonge, H., & Wigmans, G. (2011). *Management of Urban Development Processes in the Netherlands*. Amsterdam: Technepress.
- Hagendijk, K., & de Zeeuw, F. (2010, 6 2). *“Publiek ontwikkelen als oplossing?”*. Opgeroepen op 5 11, 2011, van www.gebiedsontwikkeling.nu: <http://www.gebiedsontwikkeling.nu/actualiteit/verslagen/publiek-ontwikkelen-als-oplossing/>

- Hagendijk, K., & De Zeeuw, F. (2010, 6 2). *"Publiek ontwikkelen als oplossing?"*. Opgeroepen op 10 17, 2011, van gebiedsontwikkeling.nu: <http://www.gebiedsontwikkeling.nu/actualiteit/verslagen/publiek-ontwikkelen-als-oplossing/>
- Hendriks, C., & Muller, F. (2004). *Vastgoedbeleggen, deel B*. Deventer: Kluwer.
- Hengstmengel, W. (2011). *Sociale duurzaamheid binnen herstructurering in krimpregio's*. Utrecht: Faculteit Geowetenschappen Universiteit Utrecht.
- Hobma, F. (2004). *Het geheim van succes: gebiedsontwikkeling van stations*. Opgeroepen op 7 13, 2011, van http://www.stipo.nl/documenten/961_stationsachterkanten/2004%20TU%20Delft%20-%20Geheim%20succes%20gebiedsontwikkeling%20stationsgebieden,%20s%20Hertogenbosch.pdf
- INREV. (2011). Opgeroepen op 10 27, 2011, van [inrev.org](http://inrev.org/index.php?option=com_jpgraph&Itemid=182): http://inrev.org/index.php?option=com_jpgraph&Itemid=182
- INREV. (2011, 3). INREV style classification. Amsterdam.
- Joolingen, Kersten & Franzen. (2009). *Gebiedsontwikkeling en de kredietcrisis, een recessie met structurele consequenties*. Den Haag.
- KEI. (2011). *Voorbij de crisis*. Rotterdam: KEI kenniscentrum stedelijke vernieuwing.
- Kenniscentrum PPS . (2004). *Handleiding financiële modellen bij PPS bij gebiedsontwikkeling*. Den Haag: Ministerie van Financiën.
- Kersten, R., Wolting, A., Ter Brekke, M., & Bregman, A. (2011). *De Reiswijzer Gebiedsontwikkeling 2011*. Den Haag: Ministeries van BZK en I&M, VNG, Interprovinciaal Overleg en NEPROM.
- Koppenjan, J. (2005). The formation of public-private partnerships: lessons from nine infrastructure projects in the Netherlands. *Public Administration*, 135–157.
- Lax, D., & Sebenius, J. (1986). *The Manager as Negotiator: Bargaining for Cooperation and Competitive Gain*. New York: Free Press.
- Leedy, P., & Ormrod, J. (2005). *Practical research: planning and design*. New Jersey: Pearson Education International.
- Luijten, A. (2008). Succesvolle gebiedsontwikkeling avant la lettre in Amstelveen. *buildingbusiness*, 20-23.
- Marquard, A. (2007). *Van Moderne Portefeuilletheorie naar Capital Asset Pricing*. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
- Marquard, A. (2010a). *Syllabus kredietcrisis*. Rijksuniversiteit Groningen: Groningen.
- Marquard, A. (2010b). *Vastgoed & Portefeuilletheorie.ppt*. Groningen.
- Martin, R. (2010). The local geographies of the financial crisis: from the housing bubble to economic recession and beyond. *Journal of Economic Geography*, 1–32.
- Nu.nl. (2011, 10 21). *Gezamenlijk beleggingsfonds gemeenten*. Opgeroepen op 11 1, 2011, van [nu.nl](http://www.nu.nl/beurs/2647403/gezamenlijk-beleggingsfonds-gemeenten.html): <http://www.nu.nl/beurs/2647403/gezamenlijk-beleggingsfonds-gemeenten.html>
- Ontwikkelingsbedrijf Gemeente Amsterdam. (2009). *Beleggers met leegstaand kantoorvastgoed in kaart*. Amsterdam: Gemeente Amsterdam.
- overheid.nl. (2011). *wat is de gemeente*. Opgeroepen op 4 12, 2011, van [Overheid.nl](http://www.overheid.nl/zowerktdeoverheid/wievormendeoverheid/degemeente): <http://www.overheid.nl/zowerktdeoverheid/wievormendeoverheid/degemeente>
- Peek, G.-J. (2011). Van disciplinair raamwerk naar denkraam. *Real estate research quarterly*, 2:16-26.
- PPS Netwerk Nederland. (2011, 2 3). *Cohen: "pensioenfondsen moeten meer investeren in Nederlandse bouwprojecten"*. Opgeroepen op 3 12, 2011, van ppsnetwerk.nl: ppsnetwerk.nl

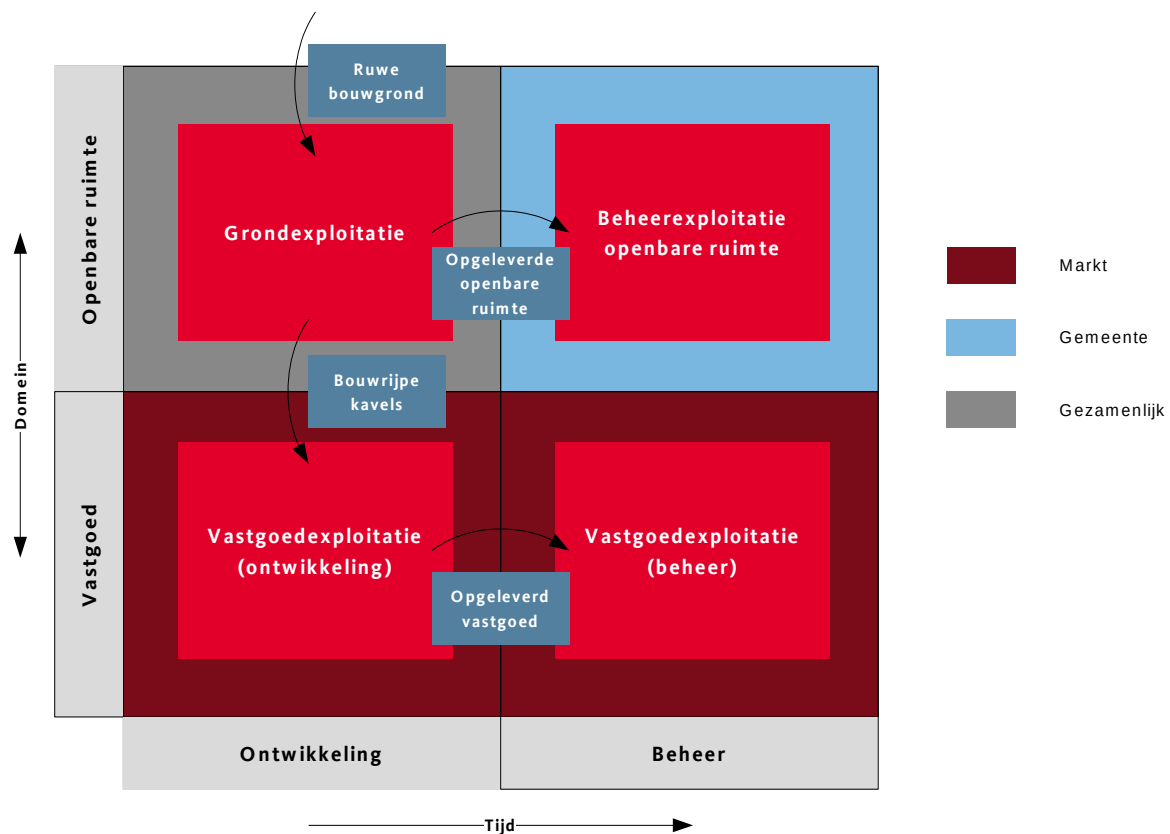
- <http://www.ppsnetwerk.nl/Kennisbank/Artikel/Cohen---pensioenfondsen-moeten-meer-investeren-in-Nederlandse-bouwprojecten/>
- PPS Netwerk Nederland. (2011, 4 29). *Pensioenfondsen, overheid en consortia: Meer PPS kansen benutten in Nederland!* Opgeroepen op 8 9, 2011, van ppsnetwerk.nl: <http://ppsnetwerk.nl/Kennisbank/Artikel/Pensioenfondsen-overheid-en-consortia-Meer-PPS-kansen-benutten-in-Nederland/>
- PropertyNL. (2011, 11 8). *AFM waarschuwt beleggers voor niet-genoteerde vastgoedfondsen*. Opgeroepen op 11 9, 2011, van PropertyNL.com: <http://www.propertynl.com/index-newsletter/afm-waarschuwt-beleggers-voor-niet-genoteerde-vastgoedfondsen/>
- Rooy, P. v. (2011). *Verdienmogelijkheden*. Nederlandbovenwater.
- Sanyal, B. (2005). *Comparative Planning Cultures*. New York: Taylor & Francis Group.
- Van Aken, J., Berends, H., & Van der Bij, H. (2007). *Problem solving in organizations*. Cambridge: Cambridge University Press.
- van Bortel, G., van Bueren, E., van Eeten, M., Elsinga, M., & Kerpershoek, E. (2007). Rhetoric of success in Dutch urban renewal: the role of personal chemistry and trust in networks. *W16-Institutional and Organisational Change in Social Housing* (pp. 1-27). Rotterdam: ENHR.
- Van Dale. (2009). *Van Dale Elektronische grote woordenboeken versie 5.0*. Utrecht/Antwerpen: Van Dale Uitgevers.
- van Delden, B. (2011, 4 27). *Real Estate sterker uit de crisis?* Opgehaald van <http://collegerama.tudelft.nl/mediasite/SilverlightPlayer/Default.aspx?peid=b9483ef8c5604a74aed6e680033ac6e81d>
- Van den Berg, J., & De Looze, M. (2009). *memo financiële planning*. Deventer: Kluwer.
- van der Heijden, G., & Slob, A. (2005). *Meervoudig ruimtegebruik, enkelvoudig recht*. Delft: Eburon.
- Van Gool, P., Brounen, D., Jager, P., & Weisz, R. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen|Houten: Wolters-Noordhoff.
- van Ratingen, B. (2008). Gebiedsontwikkeling is toch een soort zendingswerk. *Real estate Magazine*, 8-12.
- van Rooy, P. (2011). *Verdienmogelijkheden*. Nederlandbovenwater.
- Watertorenberaad. (2010). *Watertorenberaad Werkboek 2010*. Opgeroepen op 11 7, 2011, van <http://www.gebiedsontwikkeling.nu/workspace/uploads/101020-werkboek-anders-denken-in-1299772468.pdf>
- Willems. (2011, 1 27). Pensioenfondsen hersteld, maar pensioencrisis niet voorbij. *NRC*.
- Wölbern Invest. (2011). Opgeroepen op 10 27, 2011, van [www.woelbern-invest.de: http://www.woelbern-invest.de/invest_englisch/index.html](http://www.woelbern-invest.de/invest_englisch/index.html)
- Yousefi, S., Hipel, K., Hegazy, T., & Witmer, J. (2007). Negotiation characteristics in brownfield redevelopment projects. *Systems, Man and Cybernetics, 2007. ISIC. IEEE International Conference on*, (pp. 1866 - 1871). Montreal, Que.

Bijlagen

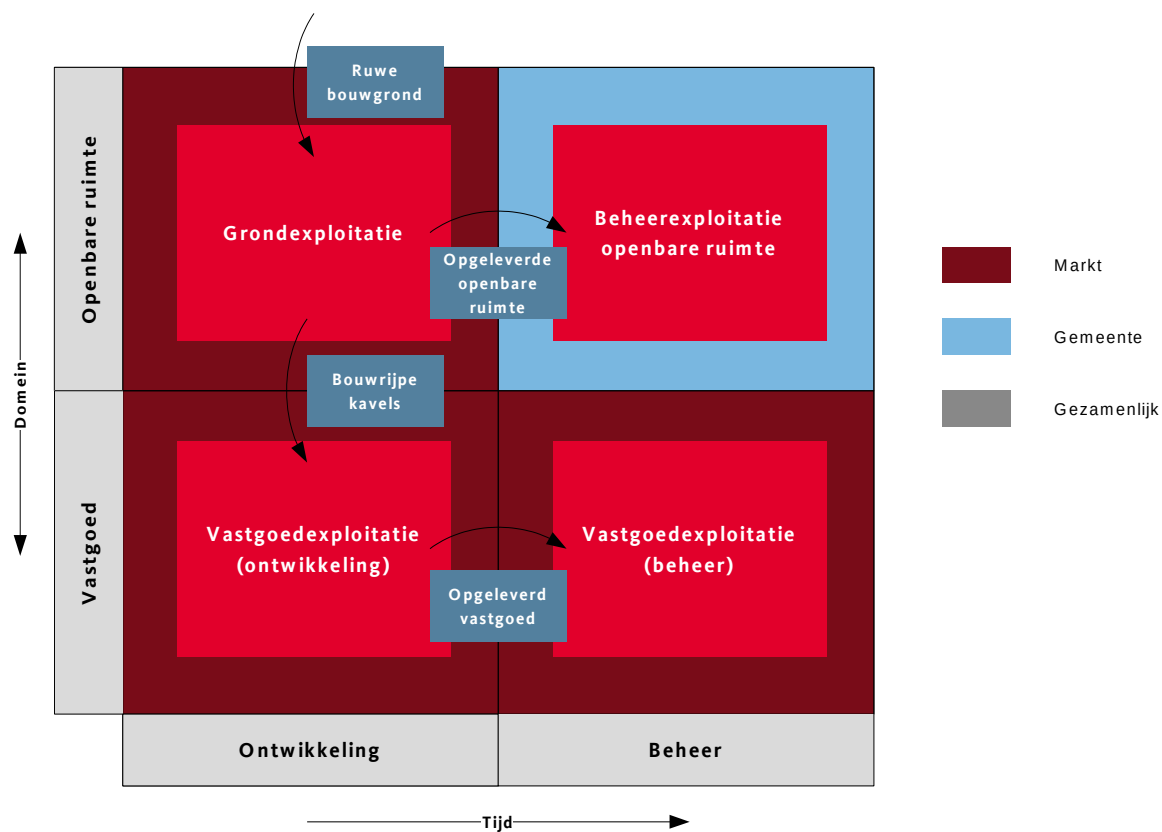
Bijlage 1: Samenwerkingsmodellen gebiedsontwikkeling



Figuur 23: Samenwerkingsmodel: traditioneel en bouwclaim (AT Osborne 2011)



Figuur 24: Samenwerkingsmodel: Publiek-private samenwerking in de vorm van een joint venture (AT Osborne, 2011). Hierbij richten gemeente en marktpartij een gezamenlijke grondexploitatie maatschappij (GEM) op.



Figuur 25: Samenwerkingsmodel: Publiek-private samenwerking in de vorm van een concessie (AT Osborne, 2011)

Bijlage 2: Rangschikking succesfactoren in expertmeeting

Toedeling punten: meest belangrijk = 5 punten. Erna 4, 3, 2 en 1 punt.								
	A	B	C	D	E	F	G	Totaal
Succesindicatoren (vooraf realiseren)								0
Publieke huis op orde; politiek draagvlak				1				1
Overlap in ideologie organisaties								0
Actors' fit (organisatie structuur, cultuur, etc.)								0
Bewustzijn van wederzijdse afhankelijkheid		2						2
Omgangsvormen								0
Chemie								0
Vertrouwen								0
Wil om samen te werken							5	5
Transparantie (doelen/financieel)			1	3	2	4		10
wederzijds begrip en inzicht in vertrekpunten, doelen en competenties	4	3	5		4			16
Projectinhoudelijk								0
Lange termijn denken	2						2	4
Sturen op locatiesynergie								0
Inspelen op de marktvraag					1			1
Zoeken naar gemeenschappelijk doel	5	5		4	5	1	1	21
Uitvinden van mogelijkheden met wederzijdse winst			2					2
Niet starten met het ontwerp								0
Voldoende knowhow in projectteam								0
Procesinhoudelijk								0
Laat participanten samen beslissen over basisregels, doelen en taken	3					5		8
Stimuleer uitdaging van de status quo en voed creatief denken							4	4
Veel soorten informatie van hoge kwaliteit + instemming over betekenis ervan								0
Voldoende interactie				2				2
Op voorhand akkoord over respecteren van de belangen en ideeën van ander								0
Focus op het onderwerp van belang, niet op posities						3		3
Duidelijke initiatiefnemer/regisseur		1						1
Krachtig bestuur gemeente							3	3
Extra								0
Heldere beschrijving van de in te nemen rol/scope	1	4	4	5	3			17
Invloed			3			2		5
Voorspelbaarheid								0
Exclusiviteit								0
Totalen	15	15	15	15	15	15	15	

Bijlage 3: Formules Moderne Portefeuille Theorie, Sharpe ratio en CAPM

(uit: Marquard, 2010b)

Moderne Portefeuille Theorie (MPT):

$$ER_p = X_1 \times R_1 + X_2 \times R_2$$

Waarbij:

ER_p = het verwachte portefeuillerendement

X_1 = het gewicht van belegging 1 in de portefeuille als percentage van het geheel

X_2 = het gewicht van belegging 2 in de portefeuille als percentage van het geheel

R_1 = het gemiddelde verwachte rendement van belegging 1

R_2 = het gemiddelde verwachte rendement van belegging 2

$$\sigma_p = \sqrt{X_1^2 \times \sigma_1^2 + X_2^2 \times \sigma_2^2 + 2 \times (X_1 \times X_2 \times \rho_{1,2} \times \sigma_1 \times \sigma_2)}$$

Waarbij:

σ_p = het verwachte portefeuillerisico uitgedrukt in standaarddeviatie

σ_1 = de standaarddeviatie van belegging 1

σ_2 = de standaarddeviatie van belegging 2

$\rho_{1,2}$ = de correlatie tussen rendementen van belegging 1 en 2

Sharpe-ratio

$$Sharpe = \frac{R_p - R_f}{S_p}$$

Waarbij:

R_p = het totale rendement

R_f = het risicovrije rendement

S_p = de standaarddeviatie van een risicovolle portefeuille gecombineerd met een risicovrije *asset*

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$ER_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

Waarbij:

ER_i = het vereiste rendement op investering i

R_f = het risicovrije rendement

β_i = het systematische risico van investering i

R_m = het marktrendement

Bijlage 4: Overzicht interviews

13-04-2011	Drs. G. Noorlandt, projectleider Task Force Commercieel Vastgoed, Rabobank Vastgoed
19-04-2011	Dhr. J.A.G. Dirks, directeur Rabobank Pensioenfonds;
04-07-2011	Drs. P. van Marle, teammanager Investor Relations Syntrus Achmea;
18-07-2011	Dhr. P. Atema MSc, portfoliomanager real estate APG;
20-07-2011	Drs. H. Aarts MRE, directeur gebiedsontwikkeling AMVEST;
25-07-2011	Mevr. M. Filius, projectleider Park 20 20, gemeente Haarlemmermeer
25-07-2011	Ir. A.R. Schütte, senior consultant, AT Osborne
27-07-2011	Dhr. P. Rodermond, director Investments TCN.
11-08-2011	Drs. G. Verhoef, head of Private Real Estate PGGM.
11-10-2011	Dhr. R. van den Broek MRE, directeur Park 20 20, commercieel directeur Delta Development.

Bijlage 5: Interviewvragen

Pensioenfondsen

- 1.1 Hoe komt het beleggingsbeleid van een pensioenfonds tot stand?
- 1.2 Welke partij voert het beleggingsbeleid uit?
- 1.3 Welke factoren moeten er worden toegevoegd aan of verwijderd van de lijst van voorwaarden voor beleggen?
- 1.4 Welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling?
- 1.5 Welke vormen van beleggen in gebiedsontwikkeling zijn er?
- 1.6 Welke voordelen biedt vroege betrokkenheid?

Projectontwikkelaars in gebiedsontwikkeling

- 2.1 Waarom biedt het voordeel om als ontwikkelaar bij de hele keten betrokken te zijn?
- 2.2 Wat zijn de grootste problemen in de praktijk van gebiedsontwikkeling?
- 2.3 Wat denkt u van het concept 'pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling'?
- 2.4 Welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling?
- 2.5 Welke vormen van beleggen in gebiedsontwikkeling zijn er?

Adviseurs in gebiedsontwikkeling

- 3.1 Wat zijn de grootste problemen in de praktijk van gebiedsontwikkeling?
- 3.2 Welke problemen zou het concept 'pensioenfondsen beleggen in gebiedsontwikkeling' oplossen?
- 3.3 Welke knelpunten zijn er voor beleggen in gebiedsontwikkeling?



Masterthesis Construction Management & Engineering