

---

## Ontwikkelen, beleggen of een combinatie van beide?

Een onderzoek naar een afwegingsmodel voor vermogende families die willen toetreden tot de Nederlandse (midden)huurwoningmarkt

---



---

Jan Jonk  
MRE master thesis  
maart 2022

Thesis ter afronding van de postdoctorale Master of Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) te Amsterdam.

**Titel: Ontwikkelen, beleggen of een combinatie van beide?**

Een onderzoek naar een afwegingsmodel voor vermogende families die willen toetreden tot de Nederlandse (midden)huurwoningmarkt.

**Zoektermen:**

Vermogende families / woningmarkt / (midden)huurwoningen / investeringsstrategieën / projectontwikkeling / vastgoedbeleggen/ afwegingsmodel/ kenmerken / afwegingscriteria / risico's / investeringsmotieven

**Auteur:**

Jan Jonk

Master of Real Estate (MRE), jaargang 2019-2021

JWE.Jonk@gmail.com

**Amsterdam School of Real Estate**

Huys Azië

Jollemanhof 5

1019 GW Amsterdam

**Begeleiders:**

Susanne van Hoek-Gerritsen - 1<sup>e</sup> beoordelaar

Arthur Marquard - 2<sup>e</sup> beoordelaar

**Datum:**

11-03-2022

## VOORWOORD

Voor u ligt mijn Company Research Paper 'Ontwikkelen, beleggen of een combinatie van beide?'. Dit onderzoek vormt het eindonderdeel van mijn masteropleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. Het gaat in op de ontwikkeling van een afwegingsmodel specifiek bedoeld voor vermogende families die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt en direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland.

In eerste plaats wil ik mijn begeleider, Susanne van Hoek-Gerritsen bedanken. Met haar heb ik tijdens het onderzoek op een plezierige en constructieve wijze samengewerkt. Haar advies heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan het uiteindelijke resultaat.

In de tweede plaats gaat mijn dank uit naar de organisatie waarbinnen dit onderzoek is uitgevoerd. Voor het beschikbaar stellen van de informatie en kans om gebruik te maken van hun kennis en ervaring.

In de derde plaats wil ik mijn gezin bedanken voor hun begrip en onvoorwaardelijke steun tijdens het uitvoeren van het onderzoek.

Tot slot ben ik ook dank verschuldigd aan al diegenen die ik niet bij naam heb genoemd, maar die wel een waardevolle bijdrage hebben geleverd aan mijn onderzoek.

Amsterdam, maart 2022

Jan Jonk

## MANAGEMENTSAMENVATTING

Er zullen grote inspanningen nodig zijn om het toenemend woningtekort in te lopen (Rijksoverheid, 2021). Met name vermogende families kunnen hier de komende jaren een grote rol in spelen, omdat zij, in tegenstelling tot institutionele beleggers, minder sterk onderhevig zijn aan strikte regels en (fonds)voorwaarden. Echter, vermogende families hebben voornamelijk maar beperkt positieve ingang in de ontwikkel- en beleggingsmarkt van huurwoningen. Voor het functioneren van de woningmarkt zou het volgens Lennartz et al. (2019) mooi zijn als er in plaats van beleggingen in de bestaande woningvoorraad een sterkere nadruk komt te liggen op investeringen in (binnenstedelijke) nieuwbouw of transformatieprojecten.

Maar als aan vermogende families wordt voorgesteld of zij willen toetreden tot de huurwoningmarkt, met de nadruk op directe investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw- of transformatieprojecten, vraagt dat 'in de praktijk' meer overzicht en inzicht in de specifieke kenmerken en eigenschappen van deze verschillende investeringsstrategieën en het beter leren begrijpen van de afwegingen en investeringsmotieven. Dit overzicht en inzicht is er nu niet. Om hier inzicht in te verschaffen staat de onderstaande vraag in dit onderzoek centraal.

---

**“Hoe ziet een bruikbaar afwegingsmodel met investeringsstrategieën (projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen) eruit voor vermogende families die actief willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt?”**

---

Om de hoofdvraag te beantwoorden is middels literatuuronderzoek informatie gevonden over de kenmerken van de drie investeringsstrategieën en zijn de afwegingscriteria bepaald. Op basis daarvan is een ontwerp gemaakt van een voorlopig afwegingsmodel en middels praktijkonderzoek aan de hand van een casus en kwalitatieve interviews vertaald in een definitief afwegingsmodel. Dit definitieve afwegingsmodel is voorgelegd aan vermogende families om de bruikbaarheid ervan te toetsen en afwegingen en investeringsmotieven in kaart te brengen.

Uit dit onderzoek blijkt dat het afwegingsmodel voor de organisatie een bruikbaar strategisch hulpmiddel is voor het vaststellen van de investeringsstrategie en investeringsdoelstellingen van vermogende cliënten. Het afwegingsmodel is bovendien een geschikt (communicatie)middel om de afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families beter te leren begrijpen en inzichtelijk te maken. Dit heeft als belangrijk voordeel dat de organisatie haar diensten beter kan afstemmen op de wensen van haar vermogende cliënten die direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Nederland.

Het afwegingsmodel is onderverdeeld in drie onderdelen A. Kenmerken, B. Investeringscriteria en C. Financieel en bestaat uit vijftientig afwegingscriteria, te weten: 1) categorie, (2) risicoprofiel, (3) rendementseis, (4) financieringscondities, (5) looptijd, (6) kernactiviteiten, (7) vastgoedfase, (8) inkomensstromen, (9) kostenstructuur, (10) risico's, (11) stabiliteit rendement, (12) risico controle/invloed, (13) kapitaalsbeslag, (14) hefboomwerking, (15) financierbaarheid, (16) managementintensiteit, (17) mate van zeggenschap, (18) afstootmogelijkheden, (19) kwaliteit van het plan, (20) gewenste duurzaamheid, (21) het rendement (IRR), (22) het nominaal resultaat, (23) de risicogevoeligheid, (24) het kapitaalsbeslag en (25) de investeringsperiode. Waarbij elk criterium op basis van literatuur- en praktijkonderzoek is voorzien van een omschrijving per investeringsstrategie.

## INHOUDSOPGAVE

Voorwoord.....	3
Managementsamenvatting.....	4
<b>1 Inleiding</b>	
1.1 Aanleiding en doelstelling.....	6
1.2 Vraagstelling .....	7
1.3 Onderzoeksmethode en model .....	8
1.4 Leeswijzer.....	9
<b>2 Kenmerken en eigenschappen investeringsstrategieën</b>	
2.1 Inleiding.....	10
2.2 Rendement en risicoprofiel.....	10
2.3 Projectontwikkeling.....	12
2.4 Vastgoedbeleggen.....	14
2.5 Combinatie projectontwikkeling en vastgoedbeleggen.....	17
2.6 Afwegingscriteria voor opstellen van afwegingsmodel.....	18
<b>3 Voorlopig afwegingsmodel, praktijkcasus en rekenkundige analyse</b>	
3.1 Inleiding.....	20
3.2 Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.....	20
3.3 Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.....	21
3.4 Praktijkcasus en rekenkundige analyse.....	21
3.5 Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel.....	29
3.6 Presentatie voorlopig afwegingsmodel.....	30
<b>4 Analyse interviews en presentatie definitief afwegingsmodel</b>	
4.1 Inleiding.....	32
4.2 Beschrijving aanpak interviews.....	32
4.3 Bespreking resultaten expertinterviews.....	33
4.4 Presentatie definitief afwegingsmodel.....	39
4.5 Bespreking resultaten interviews investeerders.....	42
4.6 Betrouwbaarheid, validiteit en beperkingen van het onderzoek.....	45
<b>5 Conclusie</b>	
5.1 Inleiding.....	47
5.2 Beantwoording vragen.....	47
5.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	51
5.4 Aanbevelingen voor de organisatie.....	52
Literatuurlijst.....	53
Bijlagen.....	56
1. Voorlopig afwegingsmodel	
2. Resultaten, modelmatige rekenanalyse casus	
3. Vragenlijst expertinterviews	
4. Definitief afwegingsmodel	
5. Vragenlijst interviews met investeerders	
6. Transcripten interviews (niet opgenomen in dit document i.v.m. vertrouwelijkheid; beschikbaar als separaat document)	

# 1 INLEIDING

## 1.1.AANLEIDING EN DOELSTELLING

Steeds meer mensen hebben grote moeite om een woning te vinden (Rijksoverheid, 2021). Het woningtekort bedraagt in 2021 3,5% van de bestaande woningvoorraad in Nederland (Rijksoverheid, 2021). Naar verwachting zal het woningtekort de komende jaren stijgen naar 355.000 woningen in 2023 (Capital Value, 2021). Sommige voorspellingen laten zien dat het woningtekort tot 2035 zelfs ongeveer 1 miljoen woningen zal bedragen (Bouwinvest, 2021). Met name aan middenhuurwoningen is een groot tekort. De toekomstige behoefte aan middenhuurwoningen bedraagt naar schatting tussen de 60.000 en 200.000 in de komende tien jaar (Gijzel, 2018). Om aan de groeiende vraag naar middenhuurwoningen te voldoen, moeten tussen 2020 en 2030 in totaal 845.000 woningen gebouwd worden (Rijksoverheid, 2020). Er zullen grote inspanningen nodig zijn om het toenemend tekort in te lopen (Rijksoverheid, 2021).

Volgens het IVBN (2020) zijn daarbij financiële middelen het belangrijkste om woningbouwlocaties te kunnen ontwikkelen en om woningbouwprojecten versneld te kunnen uitvoeren. Een meer ontwikkelende en ondernemende belegger die de middelen heeft van een institutionele belegger en de risico's wil dragen van een projectontwikkelaar, zou hier een geschikte partij voor kunnen zijn (Steigenga, 2015). Met name private investeerders (waaronder vermogende families) kunnen hier de komende jaren een grote rol in spelen, omdat zij in tegenstelling tot institutionele beleggers minder sterk onderhevig zijn aan strikte regels en (fonds)voorwaarden. Deze opvatting wordt onderschreven door onderzoek van Lennartz et al. (2019) waaruit blijkt dat private investeerders een voor de hand liggende partij zijn om een toename van het middensegment te realiseren, omdat zij geen heel formele investeringsstrategie kennen met harde beleggingsregels, zoals dat bij institutionele beleggers en corporaties wel het geval is.

Vermogende families zouden dan ook een belangrijke rol binnen de Nederlandse huurwoningmarkt kunnen spelen. Zeker nu de woningmarkt, die qua risico- en rendementsprofiel tussen staatsobligaties en de aandelenmarkt valt, aantrekkelijker is geworden op de kapitaalmarkt door het gebrek aan alternatieve beleggingen en aanhoudende lage rente (Lennartz et al., 2019). Daarnaast biedt vastgoed een belangrijk diversificatievoordeel in familievermogen in combinatie met andere vermogenstitels (Wilton, 2020). Dit beeld en de investeringsbereidheid om toe te treden tot de Nederlandse woningmarkt worden bevestigd door de vermogende cliënten van de organisatie waarbinnen het onderzoek wordt uitgevoerd. Daarnaast speelt mee dat investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in huurwoningen tastbaar zijn, deze cliënten controle en zeggenschap kunnen uitvoeren en deze in de toekomst kunnen overdragen aan de volgende generatie.

Echter, particuliere investeerders (waaronder vermogende families) hebben vooralsnog maar beperkt positie ingenomen in de ontwikkel- en beleggingsmarkt van huurwoningen. De cijfers laten zien dat het slechts gaat om een kleine 6% van de totale woningvoorraad (Capital Value, 2021). In de discussie over nieuwbouw van huurwoningen, vooral in het middensegment, wordt vaak naar institutionele beleggers gekeken als ontwikkelende partijen. De rol van particuliere beleggers (waaronder vermogende families) is volgens (Lennartz et al., 2019) minder duidelijk, ook omdat zij vaker – maar niet uitsluitend – in de bestaande woningvoorraad beleggen. Voor het functioneren van de woningmarkt zou het volgens (Lennartz et al., 2019) mooi zijn als er in plaats van beleggingen in de bestaande woningvoorraad een sterkere nadruk komt te liggen op investeringen in (binnenstedelijke) nieuwbouw of transformatieprojecten.

Maar als aan vermogende families wordt voorgesteld of zij willen toetreden tot de huurwoningmarkt, met de nadruk op directe investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw- of transformatieprojecten, vraagt dat 'in de praktijk' meer overzicht en inzicht in de specifieke kenmerken en eigenschappen van deze verschillende investeringsstrategieën en het beter leren begrijpen van de afwegingen en investeringsmotieven. Dit overzicht en inzicht is er nu niet.

## 1.2. VRAAGSTELLING

De onderstaande vraag staat in dit onderzoek centraal:

---

**Hoe ziet een bruikbaar afwegingsmodel met investeringsstrategieën (voor projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en een combinatie van ontwikkelen en beleggen) eruit voor vermogende families die actief willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt?**

---

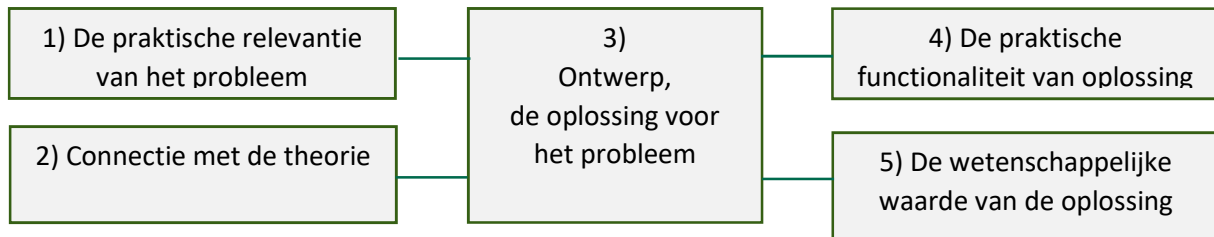
De doelstelling van dit onderzoek is het vormgeven van een bruikbaar strategisch afwegingsmodel waarin de kenmerken, investeringscriteria en risico's van projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en een combinatie van ontwikkelen en beleggen inzichtelijk worden gemaakt. Niet alleen kunnen vermogende families daarmee worden gesteund om tot beter onderbouwde keuzes te komen bij het investeren van hun kapitaal, zij worden vooral ook uitgenodigd om goed geïnformeerd een (maatschappelijke) bijdrage te leveren aan de enorme woningbouwopgave voor de komende decennia in Nederland.

Om de doelstelling te kunnen bereiken en het uiteindelijke afwegingsmodel te kunnen samenstellen, dienen de volgende deelvragen te worden beantwoord:

- 1) Welke afwegingscriteria moeten volgens de theorie in het afwegingsmodel worden opgenomen?
- 2) In hoeverre worden de onderdelen herkend, bevestigd en aangevuld in de interviews en de casus en dragen ze bij aan het beter leren en begrijpen van de afwegingen en investeringsmotieven bij investeerders?
- 3) Welke conclusies kunnen worden getrokken over het uiteindelijke afwegingsmodel, de validiteit en de bruikbaarheid ervan en het nadere onderzoek dat nodig is?

### 1.3. ONDERZOEKSMETHODE EN MODEL

Dit onderzoek is een ontwerpend onderzoek. Van Aken (1994) beschrijft ontwerpend onderzoek als volgt: het ontwikkelen van kennis ten behoeve van ontwerpen en verbeteren. Die kennis is primair bedoeld voor gebruik door professionals op hun terrein. Aan de hand van onderstaand figuur wordt het onderzoek nader beschreven.



Figuur 1: Elementen van het ontwerpend onderzoek.

Bron: Eigen bewerking op basis van (Kasanen et al., 1991 en Aken, 1994).

De bovenstaande figuur is opgebouwd uit de volgende elementen.

1) Het vinden van een relevant probleem in de praktijk met onderzoekspotentie. Voor dit onderzoek is in samenspraak met het bedrijf en de ASRE een probleem geformuleerd met enerzijds praktische relevantie en anderzijds onderzoekspotentie.

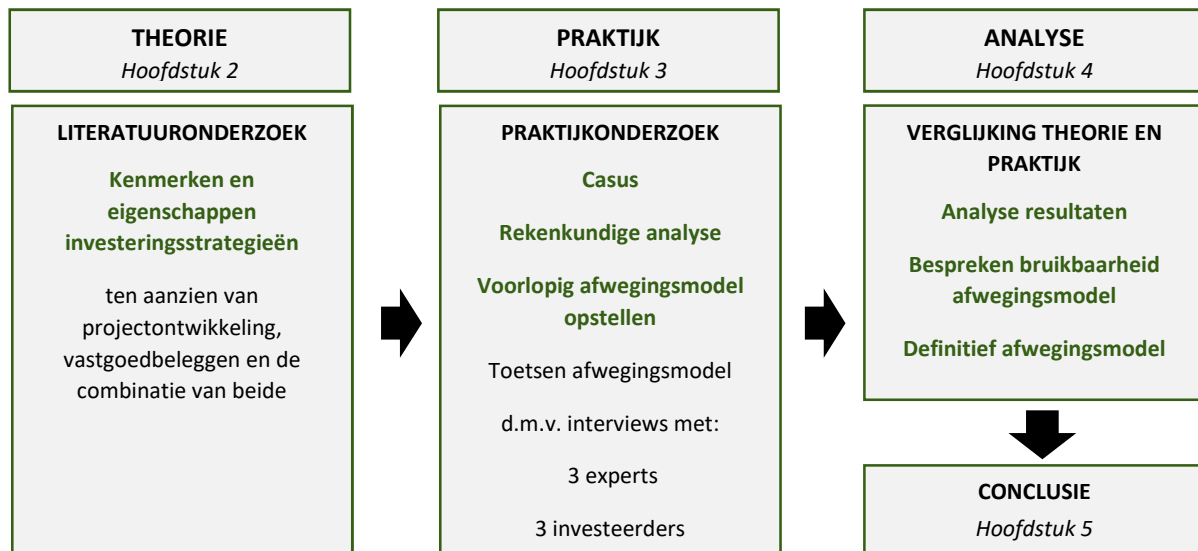
2) Theoretische connectie. Dit onderdeel is verwerkt in het theoretische deel van het onderzoek door een literatuurstudie. Het doel ervan is te komen tot een overzicht van kenmerken, investeringscriteria, risico's en rekenmethoden.

3) Constructie, de oplossing voor het probleem. Om voor het probleem (te weinig inzicht in de specifieke kenmerken en eigenschappen van de verschillende investeringsstrategieën) mogelijke oplossingen te produceren is een voorlopig afwegingsmodel ontwikkeld. Vervolgens is op basis van een casus en aan de hand van een rekenkundige analyse bepaald in hoeverre de financiële variabelen verschillen per investeringsstrategie. De financiële kenmerken zijn als onderdeel toegevoegd aan het afwegingsmodel. Daarna is met kwalitatieve interviews het voorlopig afwegingsmodel getoetst aan de praktijk om het model daarna te verbeteren en/of uit te bereiden. Daaropvolgend is het afwegingsmodel voorgelegd aan investeerders om de bruikbaarheid ervan te toetsen en afwegingen en investeringsmotieven in kaart te brengen.

4) De praktische functionaliteit van de oplossing. De eigenschappen van de verschillende investeringsstrategieën zijn geanalyseerd en in beeld gebracht en voorgelegd aan zowel experts als investeerders om te bepalen of het theoretische afwegingsmodel een praktisch bruikbaar hulpmiddel is. Het afwegingsmodel verbetert het inzicht in de eigenschappen en kenmerken van projectontwikkeling, ontwikkelen & vastgoedbeleggen en vastgoedbeleggen. Het geeft investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt inzicht in de mogelijkheden en vormt een hulpmiddel om goed geïnformeerde besluiten te kunnen nemen wat betreft de te hanteren investeringsstrategieën. Het afwegingsmodel is bovendien een geschikt (communicatie)middel om de afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families beter te leren begrijpen en inzichtelijk te maken.



5) Theoretische contributie. Het onderzoek draagt zowel bij aan de realisering van een nieuw hulpmiddel op basis van heldere inzichten in de kenmerken, investeringscriteria en risico's van projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en een combinatie van ontwikkelen en beleggen als de voorkeuren en investeringsmotieven om voor een bepaalde investeringsstrategie te kiezen. In het onderstaande onderzoeksmodel is de structuur van het onderzoek afgebeeld.



Figuur 2: Onderzoeksmodel, structuur van het onderzoek, drie onderdelen: Theorie, Praktijk en Analyse.

#### 1.4. LEESWIJZER

In hoofdstuk 2 is op basis van literatuur geïnventariseerd welke onderdelen in het afwegingsmodel dienen te worden opgenomen. Daarnaast zijn verschillende rekenmethodes in kaart gebracht. In hoofdstuk 3 wordt op basis van een praktijkcasus met een rekenmodel bepaald in hoeverre de financiële onderdelen verschillen per investeringsstrategie. Tenslotte wordt hier het voorlopige afwegingsmodel gepresenteerd. In hoofdstuk 4 zijn de resultaten van de kwalitatieve onderzoeksmethode door interviews geanalyseerd. Het voorlopig afwegingsmodel is naar aanleiding van deze interviews verbeterd en uitgebreid, wat resulteert in een definitief model. In hoofdstuk 5 volgen de conclusies en aanbevelingen.

## 2 KENMERKEN EN EIGENSCHAPPEN INVESTERINGSSTRATEGIEËN

### 2.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt verslag gedaan van het literatuuronderzoek. Het doel ervan is te komen tot een overzicht van kenmerken en eigenschappen van investeringsstrategieën. Allereerst wordt in paragraaf 2.2. ingegaan op het begrip rendement en risico en de betekenis hiervan voor de drie investeringsstrategieën, met name omdat rendement en risico tezamen belangrijke elementen zijn bij investeringsbeslissingen. Vervolgens worden in paragraaf 2.3 t/m 2.5 de investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen beschreven. In paragraaf 2.6 worden tot slot de afwegingscriteria voor het opstellen van het voorlopig afwegingsmodel gepresenteerd.

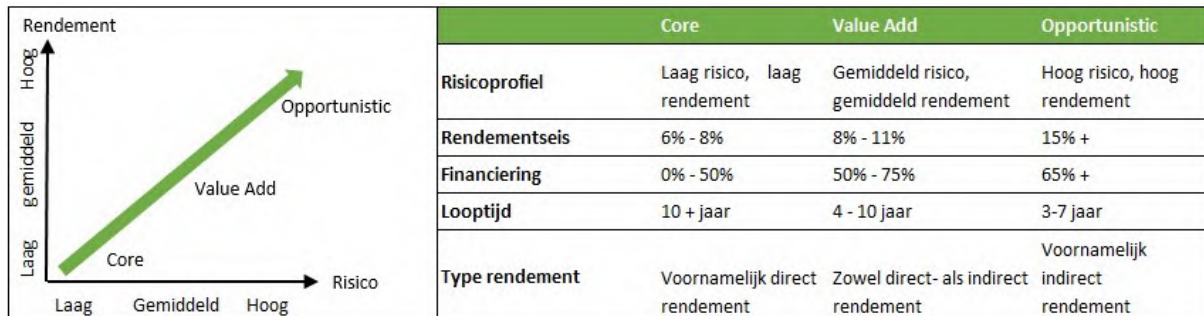
### 2.2 RENDEMENT EN RISICOPROFIEL

Hier wordt besproken welke verschillen er volgens de literatuur zijn bij projectontwikkeling, ontwikkelen en beleggen en vastgoedbeleggen als het gaat om rendement en risico. Het begrip 'rendement' wordt beschouwd als het geheel van baten of lasten c.q. inkomsten of verliezen over de beschouwde periode, in verhouding tot het daarvoor geïnvesteerde kapitaal (Keeris, 2001). Het begrip risico kan worden geformuleerd als: "Het gevaar dat gelopen wordt, dan wel - afhankelijk van de context - de grote kans daarop, met betrekking tot schade aan, of verlies van, het gestelde of bepaalde rendement in relatie tot dat risico." (Keeris, 2001) Op basis hiervan kan worden gesteld dat een investeerder een belangrijke afweging dient te maken tussen de risico's die hij bereid is te gaan lopen en de risicovergoeding (lees: rendement of resultaat) die hij hiervoor verwacht te verkrijgen.

De begrippen 'core', 'value add' en 'opportunistic' worden gebruikt om de risico- en rendementseigenschappen van een vastgoedinvestering te definiëren (Van Gool et al., 2020). Deze begrippen kunnen een indicatie geven van de verschillen tussen het rendement- en risicoprofiel van de drie investeringsstrategieën. In de literatuur en praktijk bestaat geen uniformiteit over de definities van de categorieën en de onderliggende criteria daarvoor. De verschillende categorieën kunnen van elkaar worden onderscheiden, omdat deze een verschillend rendement-/risicoprofiel hebben (Szelyes, 2017). Volgens (Van Gool et al., 2020) is de core-categorie de strategie met de laagste rendement-/risicoverhouding, kent de value add-categorie een gemiddelde rendement-/risicoverhouding en kent opportunistic de hoogste rendement-/risicoverhouding.

De Nederlandse woningbeleggingen worden gecategoriseerd als core. Structurele participaties in gebieds- en wijkontwikkelingen gecombineerd met vastgoedbeleggen worden gecategoriseerd als value add (Arkenbout, 2018; Syntrus Achmea Vastgoed, 2020). Projectontwikkeling met een hoog rendement en hoog risicoprofiel wordt gecategoriseerd als opportunistic. Bij core wordt het rendement voornamelijk gerealiseerd uit direct rendement (huurinkomsten) en minder uit indirect rendement (waardestijgingen). Het rendement bij value add bestaat zowel uit direct en indirect rendement. Bij opportunistic moet het rendement voornamelijk komen uit indirect rendement (waardestijgingen). Verder kenmerkt core zich als een investering met een langetermijnhorizon, value add kort tot midden en opportunistic als een investering met een kortetermijnhorizon (Arkenbout, 2018).

Van Driel & Zijlens (2016) hanteren voor de drie categorieën verschillende rendementseisen en financieringscondities, namelijk voor core 6%-8% rendement en 0%-50% financiering, voor value add 8%-11% rendement en 50%-75% financiering en voor opportunistisch 15%+ rendement en 65%+ financiering. In figuur 3 zijn de vastgoedcategorieën en kenmerken inzichtelijk gemaakt.



Figuur 3: Vastgoedcategorieën en kenmerken.

Bron: Eigen bewerking op basis van Szelyes (2017).

Het verschil in risicoprofiel per investeringsstrategie kan ook inzichtelijk worden gemaakt aan de hand van een rekenkundige analyse. In de literatuur zijn hiervoor verschillende methoden met veel en weinig detail beschikbaar. Veel detail gaat vaak gepaard met een grotere kans op fouten en het niet meer kunnen plaatsen van de resultaten (Vlek et al., 2018). Minder detail is veelal voldoende (Vlek et al., 2018). Eén van de bekendere methoden met minder detail is een gevoeligheidsanalyse. Hiermee wordt bepaald wat het effect is van fluctuaties van risicovariabelen op het rendement (IRR) van de drie investeringsstrategieën.

Een gevoeligheidsanalyse laat de invloed zien van fluctuaties van variabelen op het financiële projectresultaat of rendement (Gebiedseconomie.nl, 2022). Per invoerwaarde wordt het projectresultaat berekend, waarbij de andere variabelen gelijk worden gehouden. Zo wordt de gevoeligheid van het projectresultaat voor de variatie (bijv. +/-10% van de kosten of opbrengsten) in deze parameter duidelijk. Hiermee wordt een beeld verkregen van de bandbreedte van de uitkomsten en kan bij een keuze voor een investeringsstrategie de afweging worden gemaakt welke van deze mogelijke uitkomsten als risico acceptabel zijn.

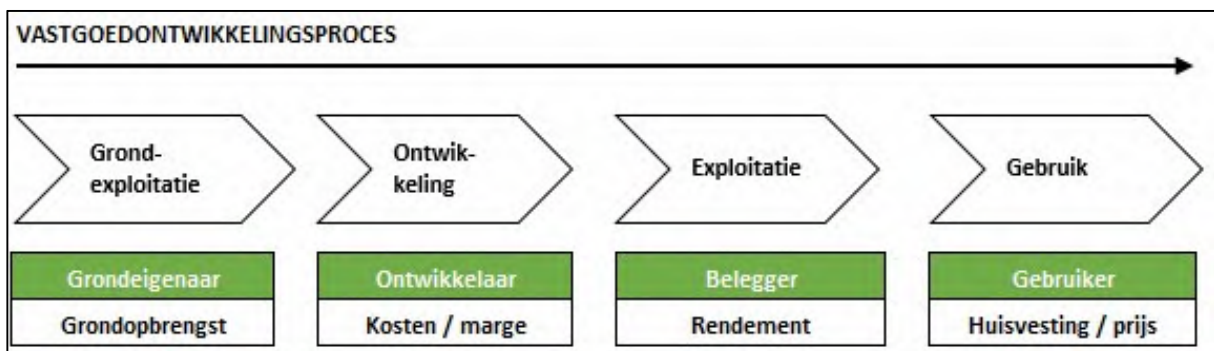
Samenvattend bestaan er volgens de literatuur verschillen tussen de rendements- en risicoprofielen van projectontwikkeling, ontwikkelen en beleggen en vastgoedbeleggen. Drie duidelijke en binnen de vastgoedbranche bekende categorieën zijn *core*, *value add* en *opportunistisch*. Deze categorieën en de daaraan gekoppelde kenmerken als risicoprofiel, rendementseis, financieringscondities en looptijd kunnen een indicatie geven van de verschillen tussen de drie investeringsstrategieën. Daarnaast kan het verschil in risicoprofiel rekenkundig inzichtelijk worden gemaakt met een gevoeligheidsanalyse. Een gevoeligheidsanalyse laat de invloed op het rendement zien van verandering in kosten en opbrengsten.

## 2.3 PROJECTONTWIKKELING

Deze paragraaf beschrijft de kenmerken van de investeringsstrategie projectontwikkeling. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de risico's en wordt ingegaan op rekenmethodes die gehanteerd worden bij rendementsberekening. Voor projectontwikkeling is in dit onderzoek de volgende definitie gehanteerd: projectontwikkeling is het risicodragend initiëren, organiseren, uitvoeren (c.q. doen uitvoeren) en coördineren van alle taken die nodig zijn voor het vervaardigen en/of opwaarderen van onroerende zaken, inclusief het aankopen van de daarvoor benodigde opstallen en/of grond (Kousemaeker, 1990). Hierbij is het doel elk van de projecten te verkopen tegen een prijs die hoger is dan alle gemaakte kosten voor het tot stand brengen van betreffende project en die tevens een afdoende vergoeding biedt (of hoger) voor het gelopen risico gedurende dit proces (het rendement) (Muller, 2005). De kernactiviteit van de ontwikkelaar is het realiseren van (her)ontwikkelpromen voor eigen rekening en risico met het oog op de verkoop van deze projecten. De beloning die de ontwikkelaar hiervoor krijgt, is een opslag op de kostprijs van het project: de winst- en risicopremie (Nozeman, 2010). Investeren in projectontwikkeling brengt grote risico's met zich mee. Het wordt gezien als de meest risicovolle onderneming in het vastgoedontwikkelingsproces (Das, 2010).

### 2.3.1 Vastgoedfase, kernactiviteiten en afwegingscriteria projectontwikkeling

Nozeman (2010) deelt het vastgoedontwikkelingsproces in de volgende fasen in: de initiatiefase, de ontwikkelingsfase, de realisatiefase en de exploitatiefase. De keten begint bij de grondexploitatie en eindigt bij het uiteindelijke gebruik van het vastgoed. Het vastgoedontwikkelingsproces is weergegeven in figuur 4. De figuur representeert de fasen en doelstellingen vanuit het (bedrijfs)perspectief van een bepaalde actor. De projectontwikkelaar is actief in fase 1 en 2 van het vastgoedontwikkelingsproces.



Figuur 4: Het vastgoedontwikkelingsproces schematisch weergegeven.

Bron: Eigen bewerking naar (Vlek et al., 2018).

Als je investeert in projectontwikkeling, investeer je in het grondgebied en het plan van een project. Het gaat hierbij om een kortetermijninvestering met een potentieel hoger gemiddeld rendement (Blauwhoed Investments, 2021). Ruhl (2015) beschrijft de volgende vier beslisriteria die relevant zijn voor het investeren van kapitaal in projectontwikkeling: rendement, kans dat het rendement wordt behaald, liquiditeitsbeslag en risicokapitaal (maximale verlies).

### 2.3.2 Risico's in projectontwikkeling

Kousemaeker (1990) definieert projectontwikkeling als "het risicodragend initiëren, organiseren, uitvoeren (c.q. doen uitvoeren) en coördineren van alle taken die nodig zijn voor het vervaardigen

en/of opwaarderen van onroerende zaken, inclusief het aankopen van de daarvoor benodigde opstallen en/of grond. Dat betekent dat risico's gekend en gekwantificeerd moeten worden teneinde deze risico's te kunnen managen binnen een gesteld risicoprofiel. Volledig beperken van deze risico's is niet mogelijk zonder inleveren van winstgevendheid (Vlek et al., 2018). Bij een investeringsbeslissing dient een projectontwikkelaar dan ook een belangrijke afweging te maken tussen de risico's die hij gaat lopen en de risicovergoeding (lees: rendement of resultaat) die hij hiervoor verwacht te ontvangen (Denzen, 2009).

Hieronder volgt een opsomming van de zes belangrijkste risicocategorieën waarmee de projectontwikkelaar wordt geconfronteerd (Van Gool et al., 2020):

- Planontwikkelingsrisico's: afbreukrisico (plan gaat niet door), planwijzigingsrisico, budgetrisico (kosten zijn hoger dan gebudgetteerd) en subsidieverstrekkingsrisico's;
- Grondexploitatie- en verwervingsrisico's: verwervingsrisico, risico bij bouwrijp maken en milieuvervuilingsrisico;
- Bouwrisico's: aanbestedingsrisico's (project kan niet tegen gebudgetteerde kosten worden aanbesteed), ontwerprisico, kwaliteitsrisico, faillissementsrisico (bijvoorbeeld de aannemer gaat failliet), bouwtijdvertragsrisico en prijsrisico (bijvoorbeeld loonstijgingen);
- Afzetrisico's: marktwijzigingsrisico's, marktrendementsrisico (wijziging rendementseisen van beleggers), afzetsnelheidsrisico en renterisico;
- Publiekrechtelijke risico's: vertragingen als gevolg van complexe procedures en door problemen bij verkrijging van benodigde vergunningen;
- Politieke risico's bij publiek/private samenwerkingen: wijzigingen van politieke voorkeuren bijvoorbeeld door bestemmingswijzigingen en wijzigingen van wettelijke voorschriften.

### **2.3.3 Projectontwikkelingsrendement met stichtingskostenberekening op basis van Discounted Cash Flow (DCF) methode**

Het rendement van een projectontwikkeling van een nieuwbouwhuurwoningproject wordt veelal berekend aan de hand van een 'zogenoemde' stichtingskostenberekening op basis van een discounted cashflow (DCF)-methode. Het ontwikkelingsresultaat kan worden gedefinieerd als de ontvangen verkoopprijs minus de feitelijke totale ontwikkelingskosten (grondkosten + totale stichtingskosten exclusief opslag winst en risico) (Wetering, 2010). De Internal Rate of Return (IRR) wordt bepaald aan de hand van kasstromen van de opbrengsten en de kosten uitgezet in tijd.

Een dergelijke berekening bestaat uit minimaal de volgende componenten (Vlek et al., 2018):

- Raming van kosten op prijspeil: kosten voor aankoop bouwrijpe grond, bouwkosten, bijkomende kosten, algemene kosten en een post winst en risico uitgedrukt als een percentage van de netto-opbrengsten of een andere grondslag;
- Raming van de opbrengsten op prijspeil: raming van de huuropbrengst en schatting van de marktwaarde uitgedrukt in een BAR;
- Raming van het aantal objecten en/of vierkante meters en raming van de verhouding VVO/BVO;
- Raming van de indexen voor de komende periode;
- Aanname rentekosten;
- Aanname fasering van het project.

Hieronder is de opzet van stichtingskosten weergegeven, die geldt voor een standaard marktconform gebouw. Afhankelijk van het type vastgoed (kantoor, woningbouw, bedrijfshal e.d.) kunnen er verschillen ontstaan in de onderstaande verdeling (Nozeman, 2010):

#### Stichtingskosten:

▪ Grondkosten	20% - 25%
▪ Bouwkosten	40% - 50%
▪ Bijkomende kosten	8% - 10% (18% tot 20% van de bouwkosten)
▪ Algemene kosten	4% - 5% (van de grond-, bouw- en bijkomende kosten)
▪ Financieringskosten	5% - 6%
▪ Onvoorzien	2% - 3%
▪ Winst en risico	<u>8% - 10%</u>
▪ Totaal	100%

#### 2.3.4 Samenvatting

In deze paragraaf is besproken wat projectontwikkeling is. De kernactiviteiten bestaan uit het initiëren en ontwikkelen, die plaatsvinden in de initiatief- en ontwikkelingsfase van het vastgoedproces. De inkomsten van projectontwikkeling bestaan voornamelijk uit indirect rendement, waarbij de kosten met name toezien op de aanschaf van een (ontwikkel)positie en het ontwikkelingsmanagement. De belangrijkste risico's voor een projectontwikkelaar vormen risico's op het gebied van planontwikkeling, grondexploitatie, bouw, afzet, ruimtelijke ordening en politiek. Het rendement van een projectontwikkeling wordt veelal berekend aan de hand van een stichtingskostenberekening op basis van een DCF-methode.

#### 2.4 VASTGOEDBELEGGEN

In deze paragraaf komt de investeringsstrategie 'vastgoedbeleggen' aan bod. Beleggen kan worden omschreven als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels, zoals aandelen, obligaties, vastgoed en andere titels om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten of een waardeverhoging van het vermogen (Van Gool et al.,2020). Beleggen wordt ook wel omschreven als het opgeven van bepaalde zekere huidige bedragen in ruil voor onzekere inkomsten in de toekomst. Bij beleggen in onroerend goed staat de functie van het vermogensobject voorop, terwijl het bij projectontwikkeling gaat om de functie van het productiemiddel respectievelijk de functie van (winstgevende) creatie (Van Gool et al.,2020).

Dit onderzoek gaat over beleggen in Nederlands (woning)vastgoed door vermogende families: dat is een vorm van directe, private beleggingen in stenen. Om die reden worden overige beleggingsvormen buiten beschouwing gelaten. De belangrijkste argumenten om direct te beleggen in Nederland zijn: additionele portefeuillediversificatie, vrij stabiele stroom van directe inkomsten, gunstige rendement-  
risicoverhouding, redelijke bescherming tegen inflatie, meer rendement door verhoogd management, specifieke kansen en fiscale voordelen (Van Gool et al.,2020).

#### **2.4.1 Vastgoedfase, kernactiviteiten en afwegingscriteria vastgoedbeleggen**

Het kopen, exploiteren (beheren) en verkopen van vastgoed zijn de kernactiviteiten van de vastgoedbelegger (Van Gool et al., 2020). De vastgoedbelegger is actief in de exploitatiefase van het vastgoedontwikkelingsproces (Vlek et al., 2018). Hij investeert in vastgoed en krijgt hier rendement voor terug (Hoppenbrouwers, 2016). Het belang van de belegger is enerzijds de waardeinstijging van het vastgoed en anderzijds op termijn de constante inkomstenbron (Geltner et al., 2007).

Het (woning)vastgoed dat in de projectontwikkeling tot stand is gebracht, verkoopt de ontwikkelaar die het vastgoed ontwikkelt aan de belegger. De marktwaarde zal een ontwikkelaar berekenen op basis van zijn inschattingen van de vrij-op-naam-prijzen of de mogelijkheid tot het realiseren van een bepaald markthuurniveau en een bruto aanvangsrendement (Vlek et al., 2018). De belegger zal bij acquisitie uitgaan van marktwaarde: hij koopt zijn ontwikkeling immers op de markt. Bij zijn afweging om te investeren tegen marktwaarde zal de belegger volgens Van Gool et al. (2020) en Hoppenbrouwers (2016) de volgende investeringscriteria hanteren:

- Het gewenste beleggingsrendement;
- De beleggingshorizon (de termijn waarop de belegger wil beleggen);
- Liquiditeit van de belegging;
- Het te accepteren risico;
- Eventueel gebruik van vreemd vermogen;
- De gewenste duurzaamheid en kwaliteit van de belegging;
- De na te streven samenhang van de beleggingsresultaten met verplichtingen van de belegger;
- Mate van controle/zeggenschap;
- Kosten;
- Managementintensiteit.

#### **2.4.2 Risico's in vastgoedbeleggen**

De belegger koopt het object na realisatie en heeft hierdoor niet te maken met de ontwikkelrisico's (Hoppenbrouwers, 2016). Echter, de belegger loopt wel risico's. Om risico's te identificeren die zich voordoen bij beleggen in Nederlandse huurwoningen kan het onderzoek van Wilton (2020) een bepaalde richting aangeven. Het is niet gezegd dat dit ook de belangrijkste risico's zijn. De risico's echter zijn voortgekomen uit ervaringen en verbonden aan het hebben van een particuliere vastgoedbeleggingsportefeuille met Nederlandse huurwoningen in een (grote) stad in Nederland. Dit sluit goed aan bij dit onderzoek. Hieronder wordt een korte opsomming gegeven van de acht belangrijkste risicocategorieën waarmee volgens (Wilton, 2020) vermogende families worden geconfronteerd:

- Marktrisico: het algemene economische klimaat waarin de specifieke vastgoedmarkt zich bevindt in Nederland en waarin de woningen zijn gelegen;
- Huur- en huurinkomstenrisico: (tijdelijk) geen of minder inkomsten of huur voor de desbetreffende woning ontvangen ter dekking van de kosten of verplichtingen;
- Acquisitierisico: gebrek aan slagvaardigheid en concurrentie;
- Politiek risico/regelgeving: wijzigingen op het gebied van wet- en regelgeving;

- Beperkte verhandelbaarheid: als een groot deel van het familievermogen vastzit in stenen, kan zich bij een plotseling overlijden van de eigenaar een probleem voordoen;
- Onderhoudskosten- en milieurisico's: stijgende onderhoudskosten en/of onvoorziene milieuproblematiek, zoals vervuilde grond, asbest of andere milieuvervuilende materialen;
- Spreiding- of concentratierisico's: de belegger belegt uitsluitend in individuele woningen/appartementen in een specifieke stad en daardoor is spreiding beperkt in locatie en type vastgoed wat kan leiden tot een hoger spreidingsrisico;
- Compliance risico: regelgeving op het gebied van compliance kan zowel het aan- als verkoopproces van de vermogende particuliere belegger beïnvloeden;

### 2.4.3 Beleggingsrendement berekenen met DCF-methode

Er bestaat een aantal rekenmethoden om de beleggingswaarde van een nieuwbouwwoningproject te bepalen. De meest gebruikte methode hiervoor is de DCF-methode (Van Gool et al., 2020). Met de DCF-methode worden alle toekomstige inkomsten en uitgaven van een beleggingsobject contant gemaakt en vervolgens bij elkaar opgeteld. De beleggingswaarde is de calculatie van de tegen contante waarde geprognoseerde toekomstige kasstromen van een beleggingsobject, gegeven de gestelde rendementseis (Vlek et al., 2018). De rendementseis is het minimale rendement dat een belegger wil realiseren op een woningbelegging.

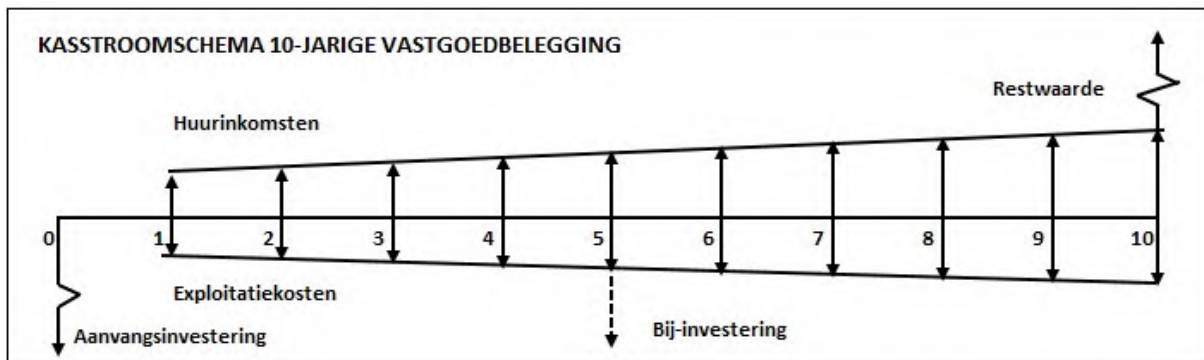
De belangrijkste parameters voor het rekenmodel zijn de disconteringsvoet en de *exit yield*. De disconteringsvoet bestaat uit een risicovrije rente (tien jaar Nederlandse staat, driejarig voortschrijdend gemiddelde), een opslag voor onroerendgoedrisico en een opslag voor specifiek onroerendgoedrisico. De *exit yield* is het brutorendement waartegen het object wordt verkocht na tien jaar. De *exit yield* wordt bepaald door een opslag op het brutoaanvangsrendement, omdat het gebouw over tien jaar verouderd is (Van Arnhem et al., 2015).

De internal rate of return (IRR) wordt ook berekend aan de hand van de DCF-methode. De IRR is de waarde van de disconteringsvoet waarbij de contante waarde van alle kasstromen inclusief de investeringen gelijk is aan nul (Eduard, 2007). De IRR van de belegging kan vervolgens worden vergeleken met de IRR-eis van de investeerder.

Het brutoaanvangsrendement (BAR) kan worden bepaald door de markthuur in het eerste jaar te delen door de marktwaarde van het beleggingsobject. Dezelfde berekening wordt gemaakt voor het nettoaanvangsrendement (NAR), waarbij de gemiddelde exploitatiekosten op de markthuur in mindering worden gebracht. Het aanvangsrendement wordt door beleggers gebruikt om de marktwaarde van een beleggingsobject te bepalen en het vergelijkt het aanvangsrendement van het desbetreffende beleggingsobject met soortgelijke beleggingen.

Gedurende de beleggingsperiode zijn er inkomsten en uitgaven die 'kasstromen' worden genoemd. Kasstromen bestaan uit geïndexeerde huurinkomsten en opbrengsten uit verkoop en uitgaven, zoals de aanvangsinvestering, exploitatiekosten en bij-investeringen. De netto kasstroom in elke periode is de som van alle opbrengsten in die periode minus de uitgaven en investeringen in die periode (Vlek et al., 2018). In figuur 5 is een eenvoudig kasstroomschema weergegeven voor een 10-jarige vastgoedbelegging.





Figuur 5: Kasstroomschema 10-jarige vastgoedbelegging.

Bron: Eigen bewerking naar Vlek et al. (2018)

De oplopende en neergaande lijnen geven de indexatie aan, namelijk stijging van de huurinkomsten en exploitatiekosten. Huurdervingen (zoals leegstand en huurkortingen) worden in mindering gebracht op de huurinkomsten.

#### 2.4.4 Samenvatting

In deze paragraaf is besproken wat volgens de literatuur direct beleggen in vastgoed is, namelijk het kopen, exploiteren (beheren) en verkopen van vastgoed. Het vastgoedbeleggingsproces speelt zich voornamelijk af in de exploitatiefase. De inkomensstromen bestaan voornamelijk uit indirect (exploitatie)rendement. Als wordt overwogen te investeren in vastgoed, wordt stilgestaan bij tien investeringscriteria: rendement, investeringstermijn, liquiditeit, risico, financiering, duurzaamheid en kwaliteit, na te streven samenhang, mate van zeggenschap en kosten en managementintensiteit. Daarnaast zijn er acht belangrijke risico's besproken waarmee de vastgoedbelegger wordt geconfronteerd. Voor het bepalen van het vereiste rendement voor een investering is de DCF-methode de meest gebruikte. Belangrijke parameters zijn de disconteringsvoet (rendementseis), exit yield (restwaarde), en inkomsten en uitgaven uitgedrukt in kasstromen.

### 2.5 COMBINATIE PROJECTONTWIKKELING EN VASTGOEDBELEGGEN

Deze paragraaf gaat over de combinatie van projectontwikkeling en vastgoedbeleggen. Bij ontwikkelen en beleggen moeten dezelfde fasen worden doorlopen als bij projectontwikkeling en bij vastgoedbeleggen. De projectontwikkelaar is daardoor zowel actief in de initiatief-, ontwikkelings-, realisatie- als in de exploitatiefase van het vastgoedontwikkelingsproces. Initiëren, ontwikkelen en exploiteren behoren daarmee tot de kernactiviteiten. Het rendement op termijn bestaat uit huurinkomsten en mogelijke tussentijdse waardeontwikkelingen.

Verder staat het rendement van ontwikkelen en vastgoedbeleggen onder invloed van risico's die ook spelen bij projectontwikkeling en vastgoedbeleggen apart. De combinatie van ontwikkelen en beleggen is daarmee een risicovolle onderneming. Een investeerder dient dan ook bereid te zijn te accepteren dat deze investeringsstrategie qua rendement-risicoprofiel veelal opportunistisch start en zich na realisatie van het vastgoed richting een core-profiel ontwikkelt. Daarnaast moet hij zich realiseren dat projectontwikkeling en vastgoedbeleggen twee sterk verschillende activiteiten zijn, die ook zeer verschillende eisen stellen aan het management (Brounen & Eichholtz, 2001).

Voor het rekenkundig bepalen van het rendement van ontwikkelen en beleggen dienen de eerder besproken rekenmethodes voor projectontwikkeling (zie paragraaf 2.3.3) en vastgoedbeleggen (zie paragraaf 2.4.3) te worden gecombineerd. De kosten en opbrengsten die gedurende de investeringsperiode gemoeid gaan met projectontwikkeling en vastgoedbeleggen dienen te worden geïntegreerd in één kasstroom. De IRR is de waarde van de disconteringsvoet waarbij de contante waarde van deze kasstroom gelijk is aan nul (Eduard, 2007)

## 2.6 AFWEGINGSCRITEIA VOOR OPSTELLEN VAN AFWEGINGSMODEL

In vorige paragrafen is een overzicht gegeven van de kenmerken, investeringscriteria, risico's en rekenmethoden van de investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen en beleggen en vastgoedbeleggen. Er bestaan volgens de literatuur verschillen tussen de rendements- en risicoprofielen van projectontwikkeling, ontwikkelen en beleggen en vastgoedbeleggen. Drie duidelijke en binnen de vastgoedbranche bekende categorieën (1) zijn core, value add en opportunistic. Per categorie zijn er verschillen in risicoprofiel (2), rendementseis (3), financieringscondities (4) en looptijd (5).

De kernactiviteiten (6) van projectontwikkeling en vastgoedbeleggen die plaatsvinden gedurende de vastgoedfases (7) bestaan uit het initiëren, ontwikkelen en beheren. De inkomensstromen (8) van projectontwikkeling bestaan voornamelijk uit indirect rendement en van vastgoedbeleggen hoofdzakelijk uit direct rendement. De kostenstructuur (9) bij projectontwikkeling ziet toe op de aanschaf van een (ontwikkel)positie en het ontwikkelingsmanagement. Bij vastgoedbeleggen bestaan de kosten uit het kopen en exploiteren (beheren) van het vastgoed. De belangrijkste zes risico's (10) voor een projectontwikkelaar vormen risico's op het gebied van planontwikkeling, grondexploitatie, bouw, afzet, ruimtelijke ordening en politiek. Voor vastgoedbeleggen bestaan de acht belangrijkste risico's uit: het marktrisico, het huurinkomstenrisico, het acquisitierisico, het politiek risico, het verhandelbaarheidsrisico, het onderhoudsrisico, het spreidings- of concentratierisico en het compliance risico.

Onderstaand zijn de behandelde kenmerken van projectontwikkeling en/of vastgoedbeleggen op een rijtje gezet. Het overzicht is zeer zeker niet uitputtend, maar biedt een goede basis om de investeringsstrategieën onderling te vergelijken:

### Kenmerken:

- 1) categorie, (2) risicoprofiel, (3) rendementseis, (4) financieringscondities, (5) looptijd investering, (6) kernactiviteiten, (7) vastgoedfase, (8) inkomensstromen, (9) kostenstructuur en (10) risico's.

Als je investeert in projectontwikkeling, investeer je in het grondgebied en het plan van het project. Bij vastgoedbeleggen investeer je in het (woning)vastgoed dat in de projectontwikkeling tot stand is gebracht. Als wordt overwogen te investeren in de vorm van projectontwikkeling en/of vastgoedbeleggen zal de investeerder volgens de literatuur de volgende criteria hanteren:

### Investeringscriteria:

- (11) stabiliteit rendement, (12) risico controle/invloed, (13) kapitaalsbeslag, (14) hefboomwerking, (15) financierbaarheid, (16) managementintensiteit, (17) mate van

zeggenschap, (18) afstootmogelijkheden, (19) kwaliteit van het plan, (20) gewenste duurzaamheid.

Op basis van deze afwegingscriteria en literatuur over de verschillende kenmerken van de drie investeringsstrategieën is een eerste ontwerp gemaakt van het afwegingsmodel. Daarnaast wordt voor het rekenkundig bepalen van het vereiste rendement en risicoprofiel gebruikgemaakt van de in dit literatuuronderzoek behandelde informatie over financiële rekenmethoden.

### 3 VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL, PRAKTIJKCASUS EN REKENKUNDIGE ANALYSE

#### 3.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt het voorlopige afwegingsmodel gepresenteerd dat tot stand is gekomen naar aanleiding van het theoretisch kader. Het afwegingsmodel moet investeerders inzicht geven in de mogelijk te hanteren investeringsstrategieën en hen ondersteunen bij de beslissingen voor een bepaalde strategie te kiezen. Het afwegingsmodel is specifiek bedoeld voor investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt en direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland.

In paragraaf 3.2 wordt onderdeel A van het afwegingsmodel besproken. Daarna wordt in paragraaf 3.3 stilgestaan bij onderdeel B van het afwegingsmodel. Vervolgens wordt in paragraaf 3.4 ingegaan op de praktijkcasus en rekenkundige analyse. Voor dit onderzoek zijn verschillende praktijkcasussen overwogen, maar uiteindelijk is om pragmatische redenen gekozen voor de praktijkcasus woningbouwproject Haarlem Schalkwijk: het project is beschikbaar voor de onderzoeker en het bevindt zich in de ontwikkelingsfase waardoor veel informatie beschikbaar is. Tot slot wordt in paragraaf 3.5 het voorlopige afwegingsmodel gepresenteerd.

#### 3.2 VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL ONDERDEEL A. KENMERKEN

De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen zijn weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn aan de hand van literatuuronderzoek voor onderdeel A tien afwegingscriteria (kenmerken) vastgesteld, weergegeven van boven naar beneden. Onderdeel A van het afwegingsmodel geeft een overzicht van de verschillende kenmerken per investeringsstrategie, zie figuur 6.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN	BRON
1. Categorie	Opportunistic	Value add	Core	<i>Syntrus Achmea Vastgoed, 2020</i>
2. Risicoprofiel	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Laag risico, laag rendement	<i>Van Gool et al., 2020</i>
3. Rendementseis	15% +	8% - 11%	6% - 8%	<i>Van Driel &amp; Van Zuilen, 2016</i>
4. Financieringscondities	LTV 65% +	LTV 50% - 75%	LTV 0% - 50%	<i>Van Driel &amp; Van Zuilen, 2016</i>
5. Looptijd investering	Korte termijn 3-7 jaar	Kort tot midden 4 – 10 jaar	Lange termijn 10 +	<i>Credit Suisse, 2017</i>
6. Kernactiviteiten	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren	<i>Nozeman, 2010 Van Gool et al., 2020</i>
7. Vastgoedfase	Initiatief, ontwikkeling & realisatie	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie	<i>Nozeman, 2010</i>
8. Inkomensstromen	Voornameijk indirect rendement	Zowel direct en indirect rendement	Voornameijk direct rendement	<i>Arkenbout, 2018</i>
9. Kostenstructuur	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud	<i>Hoppenbrouwers, 2016</i>
10. Risico's	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding-	<i>Van Gool et al., 2020, Wilton, 2010</i>

			of concentratie- & compliance risico's	
--	--	--	--	--

Figuur 6: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

### 3.3 VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL ONDERDEEL B INVESTERINGSKRITERIA

De drie investeringsstrategieën hebben elk specifieke eigenschappen waarmee ze ten opzichte van elkaar verschillen. De eigenschappen per investeringsstrategie moeten mede inzicht geven in welke strategie bij de investeerder past en welke niet. In onderdeel B van het voorlopig afwegingsmodel worden de drie investeringsstrategieën afgezet tegen de volgende tien investeringscriteria voortkomend uit de literatuur. Aan de hand van de expertinterviews is figuur 7 met een vijf-puntenschaal verder gecomplementeerd. Respondenten antwoorden met een -- / - / o / + / ++ dat als volgt moet worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --.

AFWEGINGSKRITERIA (B. INVESTERINGSKRITERIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
12. Risico controle/invloed	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
13. Kapitaalsbeslag	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
14. Hefboomwerking	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
15. Financierbaarheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
16. Managementintensiteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
17. Mate van zeggenschap	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
18. Afstootmogelijkheden	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
19. Invloed op plankwaliteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
20. Invloed op duurzaamheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++

Figuur 7: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

### 3.4 PRAKTIJKCASUS EN REKENKUNDIGE ANALYSE

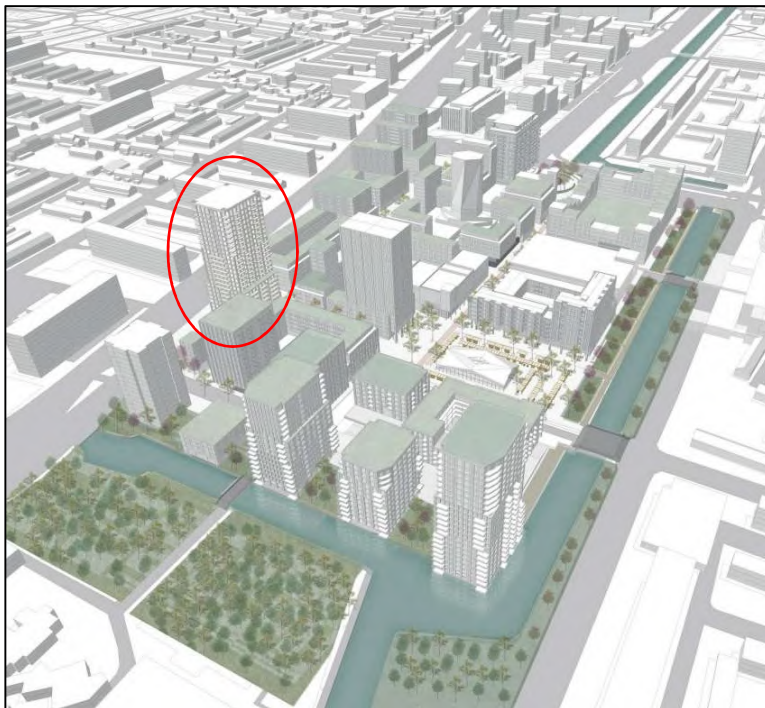
Aan de hand van de casus woningbouwproject Haarlem Schalkwijk wordt geïllustreerd in hoeverre het looptijdrendement IRR, het nominaal resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode verschillen per investeringsstrategie. De praktijkcasus is uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel dat overeenkomt met rekenmethodes die worden behandeld in de literatuur en is in de praktijk toegepast. Allereerst worden de methodologie en casus beschreven. Vervolgens worden de aannames en rekenmodellen in beeld gebracht. Daarna worden de resultaten van de drie investeringsstrategieën beschreven en bediscussieerd. Tot slot wordt het tot stand gekomen voorlopig afwegingsmodel onderdeel C aan de hand van de casus gecomplementeerd en gepresenteerd.

Aan de hand van de praktijkcasus Haarlem Schalkwijk is een rekenkundige analyse uitgevoerd. De uitgangspunten, aannames en gehanteerde kengetallen behorend bij deze casus worden gebruikt en onderworpen aan de drie gekozen investeringsstrategieën. Het project op basis waarvan de financiële variabelen voor onderdeel C van het afwegingsmodel worden bepaald, bevindt zich in de Randstadgemeente Haarlem. De gemeente Haarlem heeft voor de realisatie van 1.150 appartementen in centrum Schalkwijk een ontwikkelovereenkomst gesloten met drie ontwikkelende partijen. De ontwikkeling maakt onderdeel uit van een grootschalige vernieuwing in de "Zuidstrook" van het centrumgebied in stadsdeel Schalkwijk. Naast woningbouw komt er ook 5.000 m2 commerciële ruimte, wordt circa 14.000 m2 openbare ruimte vernieuwd en 8.000 m2 leegstaande winkelruimte

gesaneerd. Het plangebied bestaat uit drie deelgebieden. Binnen het plangebied Zuidstrook bevindt de casuslocatie zich aan de Europaweg, in deelgebied 1. De eigendomspositie biedt op basis van de reeds gesloten ontwikkelovereenkomst met de gemeente ruimte aan een project met een woontoren met circa 220 appartementen, 425 vierkante meter verhuurbaar vloeroppervlak commercieel en 75 parkeerplaatsen. Het woonprogramma bestaat uit 20% sociale woningen, 60% middenhuurwoningen en 20% vrijesectorwoningen. Het totale volume bedraagt ca. 22.000 bruto vloeroppervlak. Figuur 8 geeft het concept masterplan weer. In figuur 9 wordt de 'Zuidstrook' en de positie van de woontoren weergegeven.



Figuur 8: Concept masterplan: masterplan in ontwikkeling.  
Bron: Gemeente Haarlem.



Figuur 9: Masterplan: 'Zuidstrook'.  
Bron: Gemeente Haarlem.

### 3.4.1 DCF-rekenmodel investeringsstrategie projectontwikkeling

Voor de analyse van de investeringsstrategie projectontwikkeling is een kosten-batenanalyse uitgevoerd. Dit is gedaan op basis van de voor de onderzoeker beschikbare uitgangspunten, aannames en kengetallen, behorend bij de casus Haarlem Schalkwijk. Het rekenmodel bestaat uit uitgangspunten in de kolommen 'objectkenmerken', 'planning', 'waarden & huurinkomsten' en 'kengetallen & rendementen'. Vervolgens is op basis van de planning en raming van de stichtingskosten en opbrengsten toegerekend naar een winstmarge waarbij kasstromen in tijd worden uitgezet. Dit resulteert in een IRR, nominaal resultaat en het maximaal kapitaalsbeslag. Zie figuur 10.

DCF REKENMODEL PROJECTONTWIKKELING												
Objectkenmerken		Planning		Waarden & huurinkomsten				Kengetallen & Rendementen				
Totaal aantal VHE's	294	Prijspeil	1-jan-22	Waardepeildatum	31-dec-26	Grondkosten (per m2 BVO)	€ 180					
Aantal woningen	219	Start project	1-jan-22	Marktwaarde totaal	€ 71.700.085	Bouwkosten (per m2 BVO)	€ 1.962					
Totaal GBO (m2) wonen	13.720	Aankoop object	1-jul-22	Markthuur totaal	€ 3.087.823	Bijk. kosten (% van de bouw.)	10,0%					
Gemiddeld GBO per unit (m2) wonen	62,65	Principe akkoord	1-jul-22	Marktwaarde wonen	€ 68.963.378	Onvoorz. (% van bouw. + bijk.kn.)	2,5%					
Aantal commercieel	1	Anterieure ovk.	1-jan-23	Marktwaarde com.	€ 1.139.417	Financieringskosten	3,5%					
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3	Bestemmingsplan	1-jan-24	Marktwaarde parkeren	€ 1.597.290	Algemene kosten (% bouw.+ bijk.)	5,0%					
Aantal parkeerplaatsen	74	Vergunning bouwen	1-jul-24	Totale jaarhuur wonen	€ 2.929.584	BTW afdracht	21,0%					
Marktwaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 5.026	Start verkoop	1-jan-24	Totale jaarhuur cvg	€ 91.153	Opbrengsten (V.O.N.)	€ 71.700.085					
Marktwaarde per woning (v.o.n.)	€ 314.901	Start bouw	1-jul-24	Totale jaarhuur parkeren	€ 67.086	Stichtingskosten (excl. W & R)	€ 64.530.075					
Marktwaarde parkeerplaats (v.o.n.)	€ 21.585	Einde project	31-dec-26	Gem. maandhuur wonen	€ 1.115	<b>Projectontwikkelingsresultaat</b>	<b>€ 7.170.010</b>					
Marktwaarde m2 VVO commercieel	€ 2.698			Gem. maandhuur cvg	€ 216	<b>Winstmarge</b>	<b>10,0%</b>					
Vormfactor	75%			Gem. maandhuur parkeren	€ 76	<b>IRR (o.b.v. verkoop bij start bouw)</b>	<b>70%</b>					
<b>Jaar:</b>	<b>Totaal</b>	<b>Totaal</b>	<b>01-jan-22</b>	<b>01-apr-22</b>	<b>01-jul-22</b>	<b>01-okt-22</b>	<b>01-jan-23</b>	<b>01-apr-23</b>	<b>01-jul-23</b>	<b>01-okt-23</b>	<b>01-jan-24</b>	<b>01-apr-24</b>
Verkoopopbrengsten	€ 71.700.085	€ 19.587.935	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 19.587.935
Stichtingskosten	€ 64.530.075	€ 12.417.927	€ 50.000	€ 50.000	€ 4.098.971	€ 152.910	€ 187.452	€ 211.495	€ 211.495	€ 246.038	€ 194.505	€ 7.015.060
Inkomen	€ 7.170.010	€ 7.170.010	-€ 50.000	-€ 50.000	-€ 4.098.971	-€ 152.910	-€ 187.452	-€ 211.495	-€ 211.495	-€ 246.038	-€ 194.505	€ 12.572.875
Rente			€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
<b>Netto inkomen</b>			<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 4.098.971</b>	<b>-€ 152.910</b>	<b>-€ 187.452</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 246.038</b>	<b>-€ 194.505</b>	<b>€ 12.572.875</b>
<b>Aankoopkosten</b>												
Aankoopkosten grond	€ 3.961.111											
Eigen vermogensbehoefte:	€ 5.402.867											
<b>Cashflow</b>			<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 4.098.971</b>	<b>-€ 152.910</b>	<b>-€ 187.452</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 246.038</b>	<b>-€ 194.505</b>	<b>€ 12.572.875</b>
<b>IRR</b>		<b>70%</b>										
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>		<b>€ 7.170.008</b>										

Figuur 10: DCF-rekenmodel projectontwikkeling op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.

Figuur 10 omvat de opbouw van de vier onderdelen. De 'objectkenmerken' betreffen het aantal en type woningen, het overig programma en de opbrengstverwachting. In 'planning' wordt de doorlooptijd van de ontwikkeling met bijbehorende *milestones* weergegeven. 'Waarden & huurinkomsten' geeft een overzicht van de marktwaarde en huurinkomsten (die mede zijn bepaald op basis van de objectkenmerken). Bij 'kengetallen & rendementen' staan de stichtingskosten en de rendementen vermeld.

Nadat alle uitgangspunten waren ingevuld, wordt in figuur 10 ook een kasstroomschema gemaakt. De netto-kasstroom is de verkoopopbrengst minus de stichtingskosten. De stichtingskosten bestaan in de eerste twee kwartalen uit plankosten. In het derde kwartaal vindt de grondtransactie plaats met de grondeigenaar en in de daaropvolgende kwartalen worden plankosten gemaakt. Na een ontwikkelperiode van 2,5 jaar draagt de ontwikkelaar bij start van de bouw het project en de bijbehorende onherroepelijke omgevingsvergunning over aan een belegger. De ontwikkelaar verkoopt

bij start van de bouw tegen marktwaarde, realiseert zijn algemene kosten en rendement, en neemt afscheid van het project.

Op basis van de uitkomsten uit het DCF-rekenmodel projectontwikkeling kon vervolgens ook onderdeel C. Financieel van het afwegingsmodel inzichtelijk worden gemaakt. Aan de hand van de rekenkundige analyse is namelijk inzicht ontstaan in belangrijkste financiële afwegingscriteria, te weten:

**Financieel:**

- (21) rendement (IRR), (22) nominaal resultaat, (23) risicogevoeligheid, (24) kapitaalsbeslag en (25) investeringsperiode.

De risicogevoeligheid is bepaald aan de hand van een gevoeligheidsanalyse. Hiervoor is geanalyseerd wat de invloed is op de (IRR) en het nominaal resultaat als gevolg van veranderingen plus 10% van de stichtingskosten en minus 10% van de verkoopopbrengsten. Voor het rekenmodel waarmee de risicogevoeligheid is bepaald, wordt verwezen naar bijlage 2. Figuur 11 geeft onderdeel C van het voorlopig afwegingsmodel weer.

AFWEGINGSCRITEARIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis verkoop bij start bouw)		
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project)		
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Opbrengst -10% kosten +10%</i>	IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000		
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project)		
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar		

Figuur 11: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel – op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.



### 3.4.2 DCF-rekenmodel investeringsstrategie vastgoedbeleggen

In het DCF-rekenmodel vastgoedbeleggen is ook op basis van de gegevens van de casus een berekening uitgevoerd. Evenals in het DCF-rekenmodel van projectontwikkeling zijn allereerst de uitgangspunten ingevoerd in de kolommen 'objectkenmerken', 'kengetallen', 'waarden & huurinkomsten' en 'rendementen'. Nadat alle uitgangspunten zijn ingevoerd, zijn alle toekomstige inkomsten en uitgaven uitgezet in tijd. Dit resulteert in een IRR, nominaal resultaat en kapitaalsbeslag. Het model gaat uit van een doorexplotatiescenario en een looptijd van tien jaar. De opbrengsten bestaan uit de (huur)opbrengsten en verkoopprijs k.k. in jaar 10. Kosten zijn de aankoop- en exploitatiekosten. Figuur 12 bevat van links naar rechts de opbouw van de vier onderdelen.

DCF REKENMODEL VASTGOEDBELEGGEN										
Object kenmerken		Kengetallen		Waarden & huurinkomsten		Rendementen				
Totaal aantal VHE's	294	% Exploitatielasten won	13,46%	Waardepeildatum	31-dec-26	IRR	5,5%			
Aantal woningen	219	% Exploitatielasten cvg	11,0%	Marktwaaarde totaal	€ 71.700.085	BAR (v.o.n) wonen	4,25%			
Totaal GBO (m2) wonen	13.720	Marktwaaarde/leegwaarde	100%	Markthuurtotaal	€ 3.087.823	BAR (v.o.n) commercieel	8,00%			
Gemiddeld GBO unit (m2) wonen	62,65	Huur-/Leegwaarde ratio	0%	Marktwaaarde wonen	€ 68.963.378	BAR (v.o.n) parkeren	4,20%			
Aantal commercieel	1	Gemiddelde mutatiegraad	10%	Marktwaaarde com.	€ 1.139.417	NAR (v.o.n) wonen	3,64%			
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3	% Inflatie (CPI)	1,84%	Marktwaaarde parkeren	€ 1.597.290	NAR (v.o.n) commercieel	7,12%			
Aantal parkeerplaatsen	74	% Huurgroei	2,84%	Totale jaarhuurtotaal	€ 2.929.584	NAR (v.o.n) parkeren	4,20%			
Marktwaaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 5.026	% Kostenstijging	2,00%	Totale jaarhuurtotaal cvg	€ 91.153	Exit yield (v.o.n) wonen	4,25%			
Marktwaaarde per woning (v.o.n.)	€ 314.901	% LTV	0%	Totale jaarhuurtotaal parkeren	€ 67.086	Exit yield (v.o.n) commercieel	8,00%			
Marktwaaarde parkeerplaats (v.o.n)	€ 21.585	Lening	€ 0	Gem. maandhuurtotaal wonen	€ 1.115	Exit yield (v.o.n) parkeren	4,20%			
Marktwaaarde m2 VVO commercieel	€ 2.698	Rente	0,0%	Gem. maandhuurtotaal cvg	€ 216	% Rente (forward funding)	3%			
Transactiekosten (bij aankoop)	0%	Rente betaling	€ 0	Gem. maandhuurtotaal parkeren	€ 76	Rente (forward funding)	€ 1.703.962			

Jaar:	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Huurinkomen		€ 3.087.823	€ 3.173.935	€ 3.262.463	€ 3.353.476	€ 3.447.044	€ 3.543.237	€ 3.642.132	€ 3.743.803	€ 3.848.329	€ 3.955.791
Totale exploitatielasten		€ 463.820	€ 440.046	€ 449.122	€ 458.105	€ 467.267	€ 509.276	€ 486.144	€ 495.868	€ 505.784	€ 515.901
<b>Inkomen</b>		<b>€ 2.624.003</b>	<b>€ 2.733.889</b>	<b>€ 2.813.341</b>	<b>€ 2.895.371</b>	<b>€ 2.979.777</b>	<b>€ 3.033.962</b>	<b>€ 3.155.988</b>	<b>€ 3.247.935</b>	<b>€ 3.342.545</b>	<b>€ 3.439.890</b>
Rente		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
<b>Netto inkomen</b>		<b>€ 2.624.003</b>	<b>€ 2.733.889</b>	<b>€ 2.813.341</b>	<b>€ 2.895.371</b>	<b>€ 2.979.777</b>	<b>€ 3.033.962</b>	<b>€ 3.155.988</b>	<b>€ 3.247.935</b>	<b>€ 3.342.545</b>	<b>€ 3.439.890</b>

Aankoopkosten		Opbrengsten bij verkoop	
Eigen vermogensbehoefte:	€ 71.700.085	Verkoopprijs v.o.n.:	€ 94.493.064
Transactiekosten (Kosten Koper):	€ 0	Verkoopprijs kk:	€ 87.090.382
Financieringskosten (forward funding)	€ 1.703.962	Lening:	€ 0
Overige aankoopkosten:	€ 0	Overdrachtsbelasting	8,00%
		Notariskosten, etc	0,50%

Cashflow	-€ 73.404.047	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 90.530.272
IRR	5,5%										
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>	<b>€ 43.953.036</b>										

Figuur 12: DCF-rekenmodel vastgoedbeleggen op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.

Bij start van de bouw koopt de belegger het project dat door de ontwikkelaar tot stand is gekomen. De verkoopprijs en de financieringskosten vormen de investering in jaar nul in het kasstroomschema. In de daaropvolgende jaren worden geïndexeerde huurinkomsten gerealiseerd en exploitatiekosten gemaakt. In jaar tien wordt het object verkocht en een verkoopopbrengst gerealiseerd die wordt bepaald aan de hand van een exit yield. De netto kasstroom in elk jaar is de som van alle opbrengsten in dat jaar minus de investeringen en uitgaven in die periode. Op basis van de netto kasstroom is vervolgens de IRR, het nominaal resultaat en het kapitaalsbeslag berekend.

Op basis van bovenstaande rekenkundige analyse kan nu ook onderdeel C van het afwegingsmodel inzichtelijk worden gemaakt. Deze bestaat uit de afwegingscriteria het rendement (IRR), het resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en de investeringsperiode voor vastgoedbeleggen inzichtelijk gemaakt. De risicogevoeligheid is bepaald aan de hand van een gevoeligheidsanalyse. Er is geanalyseerd wat de invloed is op de (IRR) en het nominaal resultaat als gevolg van veranderingen van plus 10% van de aankoopprijs en mutatiegraad en minus 10% van de verkoopopbrengst bij exit. Daarnaast is gedurende de beschouwingsperiode de huurgroei met minus 1% en kostenstijging met plus 1% gecorrigeerd. Voor het rekenmodel voor de risicogevoeligheid wordt verwezen naar bijlage 2. In figuur 13 zijn de uitkomsten per criteria weergegeven.

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis verkoop bij start bouw)		IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)		EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000		IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)		EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar		10 jaar

Figuur 13: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel – op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.

### 3.4.3 DCF-rekenmodel investeringsstrategie combinatie projectontwikkeling & vastgoedbeleggen

Het model toont de kolommen 'objectkenmerken', 'planning', 'waarden & huurinkomsten', 'kengetallen & rendementprojectontwikkeling', 'kengetallen' en 'rendementen'. De kasstromen van projectontwikkeling & vastgoedbeleggen zijn gecombineerd en beslaan een periode van 15 jaar. Het rekenmodel gaat uit van een ontwikkel- en realisatieperiode van in totaal vijf jaar. Daarna volgt een exploitatieperiode van tien jaar. De opbrengsten bestaan uit de (jaarlijks) geïndexeerde (huur)opbrengsten en verkoopprijs k.k. in jaar 15. De kosten bestaan uit de stichtings- en (jaarlijks) geïndexeerde exploitatiekosten. De netto kasstroom in elk jaar is de som van alle opbrengsten in dat jaar minus de investeringen en uitgaven in die periode. Op basis van de netto kasstroom is vervolgens de IRR, het nominaal resultaat en het kapitaalsbeslag berekend. In figuur 14 is het DCF-rekenmodel projectontwikkeling & vastgoedbeleggen weergegeven.

DCF REKENMODEL COMBINATIE PROJECTONTWIKKELING & VASTGOEDBELEGGEN																
Object kenmerken	Planning				Waarden & huurinkomsten				Kengetallen & Rendementprojectontwikkeling				Kengetallen		Rendementen	
Totaal aantal VHE's	294	Prijspeil	1-jan-22	Waardepeildatum	31-dec-26	Grondkosten (per m2 BVO)	€ 180	% Exploitati	13,5%	IRR	7,0%					
Aantal woningen	219	Start project	1-jan-22	Marktwaaarde totaal	€ 71.700.085	Bouwkosten (per m2 BVO)	€ 1.962	% Exploitati	11,0%	BAR (v.o.n) wonen	4,25%					
Totaal GBO (m2) wonen	13720	Aankoop object	1-jul-22	Markthuur totaal	€ 3.087.823	Bijk. kosten (% van de bouw.k.)	10,0%	Marktwaaarde	100%	BAR (v.o.n) commerciee	8,00%					
Gemiddeld GBO unit (m2) wo	63	Principe akkoord	1-jul-22	Marktwaaarde wonen	€ 68.963.378	Onvoorz. (% van bouw. + bijk.kn.)	2,5%	Huur-/Leeg	0,0%	BAR (v.o.n) parkeren	4,20%					
Aantal commercieel	1	Anterieure ovk.	1-jan-23	Marktwaaarde com.	€ 1.139.417	Financieringskosten	3,5%	Gemiddeldr	10,0%	NAR (v.o.n) wonen	3,64%					
Totaal VVO (m2) commerciee	422	Bestemmingsplan	1-jan-24	Marktwaaarde parkeren	€ 1.597.290	Algemene kosten (% bouw.+ bijk.)	5,0%	% Inflatie (C	1,84%	NAR (v.o.n.) commercie	7,12%					
Aantal parkeerplaatsen	74	Vergunning bouwen	1-jul-24	Totale jaarhuur (wonen)	€ 9.229.584	BTW afdracht	21,0%	% Huurgroe	2,84%	NAR (v.o.n.) parkeren	4,20%					
Marktwaaarde per m2 GBO wo	€ 5.026	Start verkoop	1-jan-22	Totale jaarhuur (com.)	€ 91.153	Opbrengsten (V.O.N.)	€ 61.527.101	% Kostenstj	2,00%	Exit yield (v.o.n.) woner	4,25%					
Marktwaaarde per woning (v.o	€ 314.901	Start bouw	1-jul-24	Totale jaarhuur (parkeren)	€ 67.086	Stichtingskosten (excl. W & R)	€ 61.527.101	% LTV	0,00%	Exit yield (v.o.n.) comm	8,00%					
Marktwaaarde per parkeerplaa	€ 21.585	Einde project	31-dec-26	Gem. maandhuur (wonen)	€ 1.115	Projectontwikkelingsresultaat	€ 0	Lening	0,00%	% Rente vergoeding (for	3%					
Marktwaaarde per m2 VVO cvg	€ 2.698	Start verhuur	31-dec-26	Gem. maandhuur (com.)	€ 216	Winstmarge	0%	Rente	0,00%	% Rente vergoeding (for	3%					
Vormfactor	75%	Dispositie	31-dec-35	Gem. maandhuur (parkeren)	€ 76	IRR	0%	Rente betal	0,00%	Rente vergoeding (for	3%					
<b>Activiteiten</b>																
<b>Projectontwikkeling</b>																
Jaar	1	2	3	4	5	<b>Vastgoedbeleggen</b>										
Verkoopopbrengsten (stichtingskosten)	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 61.527.101	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Stichtingskosten	€ 4.351.881	€ 855.145	€ 6.618.421	€ 19.553.836	€ 30.147.818	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Inkomen	-€ 4.351.881	-€ 855.145	-€ 6.618.421	-€ 19.553.836	-€ 30.147.818	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
<b>Netto inkomen projectontwikkeling</b>	<b>-€ 4.351.881</b>	<b>-€ 855.145</b>	<b>-€ 6.618.421</b>	<b>-€ 19.553.836</b>	<b>-€ 30.147.818</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	
Netto inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 3.087.823	€ 3.173.935	€ 3.262.463	€ 3.353.476	€ 3.447.044	€ 3.543.237	€ 3.642.132	€ 3.743.803	€ 3.848.329	€ 3.955.791	
Aankoopkosten (tegen stichtingskosten)	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 61.527.101	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Totale exploitatielasten	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 463.820	€ 440.046	€ 449.122	€ 458.105	€ 467.267	€ 509.276	€ 486.144	€ 495.868	€ 505.784	€ 515.901	
Inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 3.439.890	
Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Aankoopkosten (= stichtingskosten)															Opbrengsten bij verkoop	
Eigen vermogensbehoefte: € 61.527.101															Verkoopprijs v.o.n.: € 94.493.064	
Investeringsperiode 15 jaar															Verkoopprijs kk: € 87.090.382	
															Lening: € 0	
															Overdrachtsbelasting 8,00%	
															Notariatskosten, etc 0,50%	
<b>Netto inkomen vastgoedbeleggen</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 2.624.003</b>	<b>€ 2.733.889</b>	<b>€ 2.813.341</b>	<b>€ 2.895.371</b>	<b>€ 2.979.777</b>	<b>€ 3.033.962</b>	<b>€ 3.155.988</b>	<b>€ 3.247.935</b>	<b>€ 3.342.545</b>	<b>€ 3.439.890</b>	
Cashflow (projectontwikkeling & beleggen)	-€ 4.351.881	-€ 855.145	-€ 6.618.421	-€ 19.553.836	-€ 30.147.818	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 3.439.890	
IRR	7,0%															
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>	<b>€ 55.829.982</b>															

Figuur 14: DCF-rekenmodel projectontwikkeling & vastgoedbeleggen op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.

Tot slot kan met bovenstaande rekenkundige analyse onderdeel C van het afwegingsmodel worden gecomplementeerd. De risicogevoeligheid is bepaald aan de hand van een gevoeligheidsanalyse, waarbij is geanalyseerd wat de invloed is op de (IRR) en het nominaal resultaat als gevolg van veranderingen van plus 10% van de stichtingskosten en mutatiegraad en minus 10% van de verkoopopbrengst bij exit. Daarnaast is gedurende de beschouwingsperiode de huurgroei met minus 1% en kostenstijging met plus 1% gecorrigeerd. Hierbij zijn de overige variabelen gelijk gehouden. Voor het rekenmodel aan de hand waarvan de risicogevoeligheid is bepaald, wordt opnieuw verwezen naar bijlage 2. In figuur 15 worden de uitkomsten per criteria weergegeven.

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70%	IRR 7,0%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000	IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

Figuur 15: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel – op basis van praktijkcasus, Haarlem Schalkwijk.

### 3.5 VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL ONDERDEEL C. FINANCIËEL

Om inzicht te geven in hoeverre de financiële afwegingscriteria verschillen per investeringsstrategie is onderdeel C. Financieel ontworpen. Dit is gedaan op basis van de voor de onderzoeker beschikbare uitgangspunten, aannames en kengetallen, behorend bij de casus Haarlem Schalkwijk. In onderstaande figuur 16, onderdeel C van het voorlopige afwegingsmodel is geïllustreerd in hoeverre het rendement (IRR) (21), het nominaal resultaat (22), de risicogevoeligheid (23), het kapitaalsbeslag (24) en investeringsperiode (25) verschillen per investeringsstrategie. De kolommen illustreren, weergegeven van links naar rechts: projectontwikkeling (kolom 1), ontwikkelen en beleggen (kolom 2) en vastgoedbeleggen (kolom 3). In de regel resultaten van boven naar beneden: de IRR (21), resultaat (22), risicogevoeligheid (23), kapitaalsbeslag (24) en investeringsperiode (25).

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis verkoop bij start bouw)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten</i> <i>-10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

Figuur 16: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel – op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk.

Met de berekeningen van de rekenmodellen kunnen, op basis van beschikbare gegevens, de drie investeringsstrategieën voor het project Haarlem Schalkwijk worden vergeleken. In deze analyse vallen op de hoge IRR bij projectontwikkeling van 70%, de IRR bij de combinatie van ontwikkelen en vastgoedbeleggen (7%) en de lagere IRR (5,5%) bij vastgoedbeleggen op. Verder valt op dat de risicogevoeligheid het sterkst afneemt bij projectontwikkeling (IRR daalt van 70% naar 0%) en het minst afneemt bij vastgoedbeleggen (IRR van 5,5% naar 3,5%). Uit het model blijkt ook dat het kapitaalsbeslag het hoogst is bij vastgoedbeleggen (EUR 71.5 miljoen). Dat betekent dat je met een investering van EUR 71.500.000 in vastgoedbeleggen gelijktijdig in dertien ontwikkelingen kunt deelnemen met een kapitaalsbeslag van EUR 7.150.000.

De hierboven besproken uitkomsten zijn goed verklaarbaar. De hoge IRR en risicogevoeligheid bij projectontwikkeling zijn het resultaat van de korte doorlooptijd door de verkoop bij de start van de bouw en het relatief lage vermogensbeslag. Dit geldt omgekeerd voor vastgoedbeleggen. De IRR van de combinatie van ontwikkelen en beleggen ligt hoger dan die tussen die van vastgoedbeleggen, zoals blijkt uit de analyse van de resultaten. Het hebben van een goed inzicht in de financiële verschillen tussen de drie investeringsstrategieën draagt bij aan een goed afwegingskader voor de investeerder.

### 3.6 PRESENTATIE VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL

Het voorlopig afwegingsmodel is onderverdeeld in A. Kenmerken, B. Investeringscriteria en C. Financieel. Het bestaat in totaal uit vijventwintig afwegingscriteria die volgens de literatuur relevant zijn voor investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in vastgoed in de vorm van projectontwikkeling, vastgoedbeleggen of de combinatie. Onderdeel A beschrijft de algemene kenmerken van de investeringsstrategieën en onderdeel B geeft de verschillende investeringscriteria weer. Bij onderdeel C kan voor een investeringsmogelijkheid worden berekend in hoeverre het rendement, het nominaal resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode per investeringsstrategie verschillen. Hieronder worden de drie onderdelen en afwegingscriteria beschreven.

Onderdeel A van het voorlopige afwegingsmodel is in figuur 17 weergegeven en kan als volgt worden toegelicht. Een investeerder besluit de volgende investeringsstrategieën af te wegen om in te gaan investeren: projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen, weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende strategieën zijn aan de hand van literatuuronderzoek tien kenmerken bepaald, weergegeven van boven naar beneden. De beschrijving per kenmerk en per investeringsstrategie wordt hieronder weergegeven.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
1. Categorie	Opportunistic	Value add	Core
2. Risicoprofiel	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Laag risico, laag rendement
3. Rendementseis	15% +	8% - 11%	6% - 8%
4. Financieringscondities	LTV 65% +	LTV 50% - 75%	LTV 0% - 50%
5. Looptijd investering	Korte termijn 3-7 jaar	Kort tot midden 4 – 10 jaar	Lange termijn 10 +
6. Kernactiviteiten	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
7. Vastgoedfase	Initiatief & ontwikkeling	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
8. Inkomensstromen	Voornameijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornameijk direct rendement
9. Kostenstructuur	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
10. Risico's	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

Figuur 17: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

In figuur 18 is onderdeel B van het voorlopige afwegingsmodel weergegeven. De drie investeringsstrategieën (projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen) hebben elk specifieke eigenschappen waarmee ze ten opzichte van elkaar verschillen. De eigenschappen per investeringsstrategie moeten mede inzicht geven in welke strategie bij de investeerder past en welke niet. Onderstaand een overzicht van de drie investeringsstrategieën afgezet tegen tien investeringscriteria.

AFWEGINGSCRITEA (B. INVESTERINGSCRITEA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
12. Risico controle/ invloed	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
13. Kapitaalsbeslag	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
14. Hefboomwerking	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
15. Financierbaarheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
16. Managementintensiteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
17. Mate van zeggenschap	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
18. Afstootmogelijkheden	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
19. Invloed op plankwaliteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
20. Invloed op duurzaamheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++

Vijfpuntenschaal met een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --.

Figuur 18: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

Tot slot komt in figuur 19 onderdeel C van het voorlopige afwegingsmodel aan bod. Aan de hand van een voorbeeldcasus is een financiële analyse uitgevoerd en uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel. De uitgangspunten, aannames en gehanteerde kengetallen (op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk) zijn gebruikt en onderworpen aan de drie gekozen investeringsstrategieën. In onderstaande tabel, onderdeel C van het afwegingsmodel is geïllustreerd in hoeverre het looptijd rendement IRR (21), het (looptijd)resultaat (22), de risicogevoeligheid (23), het kapitaalsbeslag (24) en investeringsperiode (25) verschilt per investeringsstrategie.

AFWEGINGSCRITEA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
21. Rendement (IRR)	IRR 70%	IRR 7,0%	IRR 5,5%
22. Nominaal resultaat	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
23. Risicogevoeligheid <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min € 4.500.000 EUR naar min € 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar € 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar €25.000.000
24. Kapitaalsbeslag	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
25. Investeringsperiode	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

Figuur 19: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk

## 4 ANALYSE INTERVIEWS EN PRESENTATIE DEFINITIEF AFWEGINGSMODEL

### 4.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de interviews besproken. Daarnaast wordt het definitieve afwegingsmodel gepresenteerd en toegelicht. In paragraaf 4.2 wordt de methodologie uitgelegd. Vervolgens komen in paragraaf 4.3 de resultaten op basis van de interviews aan bod. Daarna wordt in paragraaf 4.4 ingegaan op de praktische toepassingsmogelijkheden van het afwegingsmodel. Aansluitend wordt in paragraaf 4.5 de betrouwbaarheid en validiteit beschreven.

### 4.2 BESCHRIJVING AANPAK INTERVIEWS

In deze paragraaf wordt ingegaan op de methodologie van de analyse. Zo is eerst aan de hand van literatuuronderzoek en een praktijkcasus voor het probleem (te weinig inzicht in de verschillende eigenschappen van bepaalde investeringsstrategieën) een voorlopig afwegingsmodel ontwikkeld. Om te bepalen of het afwegingsmodel ook bruikbaar is in de praktijk, is gebruik gemaakt van kwalitatief onderzoek en gesprekken met experts en investeerders. In een persoonlijk interview is drie experts, die veel kennis en ervaring hebben met het onderwerp, gevraagd feedback te geven op het voorlopig afwegingsmodel.

De experts is allereerst gevraagd of ze het eens zijn met de omschrijvingen in onderdeel A. Kenmerken van het afwegingsmodel. Vervolgens is onderdeel B. Investeringscriteria van het afwegingsmodel besproken en ingevuld op basis van een vijfpuntenschaal. Daarna is stilgestaan bij de bruikbaarheid van onderdeel C. Financieel. Tot slot is een aantal algemene vragen besproken met als doel het voorlopige (theoretische) afwegingsmodel te verbeteren en te vertalen in een definitief afwegingsmodel. De vragenlijst die hiervoor is gebruikt, is te vinden in bijlage 3.

Vervolgens is dit definitieve afwegingsmodel voorgelegd aan investeerders met als doel de bruikbaarheid ervan te toetsen en te achterhalen wat de afwegingen en investeringsmotieven zijn om voor een bepaalde strategie te kiezen. Dit is gedaan aan de hand van in totaal vijftwintig vragen, onderverdeeld in algemene vragen, specifieke vragen ten aanzien van het afwegingsmodel en vragen in het kader van investeringsmotieven. Op basis van de resultaten is bepaald of het definitieve afwegingsmodel een bruikbaar hulpmiddel is om goed geïnformeerde besluiten te kunnen nemen over te hanteren investeringsstrategieën. De vragenlijst die in een persoonlijk interview is afgenomen, is te vinden in bijlage 4.

De experts die zijn gevraagd feedback te geven op het model zijn:

- (1) Bas Menheere, voormalig hoogleraar Projectmanagement aan de TU Delft, al meer dan 35 jaar – in de meest brede zin van het woord – werkzaam in de vastgoedbranche.
- (2) Michiel Hawinkels, directeur &H Real Estate, adviseert organisaties vanuit een sterke financiële achtergrond op het vlak van ontwikkelings- en investeringsproposities.
- (3) Robbert Kohsiek, directeur/oprichter Wonam, ontwikkelt in eigen beheer huurwoningen voor het middensegment hoofdzakelijk voor vermogende families.



Alle drie de experts zijn actief op het gebied van vastgoed voor vermogende families en gespecialiseerd in projectontwikkeling en/of vastgoedbeleggen. De drie investeerders die zijn benaderd voor dit onderzoek zijn werkzaam bij een family office. Twee van de drie investeerders zijn eigenaar en de andere is directeur vastgoed. De respondenten beheren aanzienlijke vermogens van families en doen hiermee investeringen in vastgoed. Omwille van privacy redenen willen deze investeerders graag anoniem blijven. De transcripten van de interviews zijn daarom in een separaat document aangeleverd.

#### 4.3 BESPREKING RESULTATEN EXPERTINTERVIEWS

De opzet is als volgt: eerst wordt stilgestaan bij de onderdelen van het afwegingsmodel, namelijk A. Kenmerken, B. Investeringscriteria en C. Financieel. Tot slot volgt de algemene feedback van de experts op het voorlopig afwegingsmodel, dat uiteindelijk moet resulteren in de verbetering ervan.

##### 4.3.1 Onderdeel A afwegingsmodel - Kenmerken

Door de experts worden de in figuur 20 weergegeven rendement/risicoprofiel-indicaties (core, value add, opportunistic) bevestigd. Door de experts werd aangegeven dat het gemiddeld risico/gemiddeld rendement bij ontwikkelen & vastgoedbeleggen vervangen dient te worden door gemiddeld/hoog risico en gemiddeld/hoog rendement. De experts zijn het er namelijk unaniem over eens dat bij ontwikkelen en beleggen dezelfde hoge risico's worden gelopen als bij projectontwikkeling. Door twee experts wordt opgemerkt dat dit hoge risico gedempt wordt door het lage risico van vastgoedbeleggen. Eén van de experts geeft aan dat het risico wordt verspreid over de investeringsperiode. Een andere expert benoemt dat je tegenvallers in de ontwikkelfase goed kunt maken door waarde stijgingen in de tijd binnen de vastgoedbeleggingsfase. Volgens de mening van allen zou het risicoprofiel van ontwikkelen en beleggen meer moeten bewegen naar het risicoprofiel van projectontwikkeling. In het zwarte kader is voor de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen de verandering weergegeven.

AFWEGINGSCriteria (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>1. Categorie</b>	Opportunistic <b>V</b>	Value add <b>V</b>	Core <b>V</b>
<b>2. Risicoprofiel</b>	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Laag risico, laag rendement
<i>Antwoord expert 1</i>	Hoog risico, hoog rendement <b>V</b>	Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement <b>X</b>	Laag risico, laag rendement <b>V</b>
<i>Antwoord expert 1</i>	Hoog risico, hoog rendement <b>V</b>	Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement <b>X</b>	Laag risico, laag rendement <b>V</b>
<i>Antwoord expert 1</i>	Hoog risico, hoog rendement <b>V</b>	Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement <b>X</b>	Laag risico, laag rendement <b>V</b>
<b>Gewogen</b>	<b>Hoog risico, hoog rendement</b>	<b>Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement</b>	<b>Laag risico, laag rendement</b>

Legenda: **V** = bevestigd / **X** = niet bevestigd **?** = onduidelijk beeld. Veranderingen zijn weergegeven in het zwarte kader.

Figuur 20: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A – kenmerken.

De experts zijn het grotendeels oneens met de weergegeven rendementseisen en financieringscondities in figuur 21. Zij hebben voorstellen tot aanpassing gedaan, zoals hieronder inzichtelijk gemaakt. Daar waar de antwoorden van de experts verschillen van de literatuurgegevens zijn wegingen gehanteerd. De wegingsregels zijn als volgt: de gemiddelde waarde op basis van de drie antwoorden van experts plus de waarde op basis van literatuuronderzoek gedeeld door twee. Voor projectontwikkeling bedraagt de gewogen rendementseis 14%, voor ontwikkelen en vastgoedbeleggen 8% -11% en voor vastgoedbeleggen tussen de 5% en 7%.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>3. Rendementseis</b>	15% +	8% - 11%	6% - 8%
<i>Antwoord expert 1</i>	15% + <b>V</b>	11% - 13% <b>X</b>	3% - 5% <b>X</b>
<i>Antwoord expert 2</i>	10% + <b>X</b>	8% - 11% <b>V</b>	5% - 7% <b>X</b>
<i>Antwoord expert 3</i>	15% + <b>V</b>	6% - 8% <b>X</b>	5% - 7% <b>X</b>
<b>Gewogen</b>	<b>14% +</b>	<b>8% - 11%</b>	<b>5% - 7%</b>
<b>4. Financieringscondities</b>	LTV 65% +	LTV 50% - 75%	LTV 0% - 50%
<i>Antwoord expert 1</i>	LTV 0% - 50% <b>X</b>	LTV 50% - 75% <b>V</b>	LTV 40% - 65% <b>X</b>
<i>Antwoord expert 2</i>	LTV 0% - 50% <b>X</b>	LTV 50% - 75% <b>V</b>	LTV 0% - 65% <b>X</b>
<i>Antwoord expert 3</i>	LTV 0% - 50% <b>X</b>	LTV 0% - 65% <b>X</b>	LTV 0% - 65% <b>X</b>
<b>Gewogen</b>	<b>LTV 0% - 57,5%</b>	<b>LTV 41,5% - 73,5%</b>	<b>LTV 0% - 57,5%</b>

Legenda: **V** = bevestigd / **X** = niet bevestigd **?** = onduidelijk beeld. Veranderingen zijn weergegeven in het zwarte kader.

Figuur 21: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken

Wanneer we bovenstaande antwoorden analyseren zijn de experts het bij vastgoedbeleggen het vaakst oneens, namelijk in alle zes de gevallen. Verder valt op dat één van de experts van mening is dat het rendement bij ontwikkelen en vastgoedbeleggen hoger moet zijn, namelijk 11%-13%, omdat het ontwikkelrisico dominant is ten opzichte van vastgoedbeleggen. Opvallend is dat de rendementseis voor vastgoedbeleggen door alle experts lager wordt ingeschat. Ze geven aan dat dit het gevolg is van het beperkte woningaanbod in de huidige markt.

Na het analyseren van de antwoorden op de financieringscondities kan worden geconcludeerd dat de grootste afwijking waarneembaar is bij projectontwikkeling. Hiervoor geven experts als reden dat het bij projectontwikkeling in de meeste gevallen uitsluitend zal gaan om een aankoopfinanciering van de grond of het object. Bij ontwikkelen en vastgoedbeleggen wijzigt de financiering gedurende de looptijd. De bank zal de financiering opknippen in drie delen: een aankoopfinanciering, een bouwfinanciering en een beleggingsfinanciering, aldus een van de experts. Voor projectontwikkeling zijn de gewogen financieringscondities 0%-57,5%, voor ontwikkelen & vastgoedbeleggen 41,5%-73,5% en voor vastgoedbeleggen tussen de 0% en 57,5%.

De looptijd van de investering, figuur 22, wordt maar ten dele bevestigd. Alle experts bevestigen de looptijd van de investering voor vastgoedbeleggen, maar voorzien andere looptijden voor projectontwikkeling en projectontwikkeling & vastgoedbeleggen. De looptijd bij projectontwikkeling wordt door de experts korter ingeschat, namelijk maximaal vijf jaar. Het is opvallend dat de termijn van experts bij projectontwikkeling & vastgoedbeleggen een sterke afwijking ten opzichte van de

literatuur. Voor projectontwikkeling bedraagt de gewogen investeringsperiode 3-6 jaar, voor ontwikkelen & vastgoedbeleggen 6-13 jaar en voor vastgoedbeleggen tien jaar of langer. Alle drie de experts zijn het eens met de weergegeven kernactiviteiten per investeringsstrategie.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>5. Looptijd investering</b>	Korte termijn 3-7 jaar	Kort tot midden 4 – 10 jaar	Lange termijn 10 +
<i>Antwoord expert 1</i>	<i>Korte termijn 2 – 5 jaar X</i>	<i>Kort tot midden 7 – 15 jaar X</i>	<i>Lange termijn 10 + V</i>
<i>Antwoord expert 2</i>	<i>Korte termijn 3 – 5 jaar X</i>	<i>Kort tot midden 5 – 15 jaar X</i>	<i>Lange termijn 10 + V</i>
<i>Antwoord expert 3</i>	<i>Korte termijn 3 – 5 jaar X</i>	<i>Kort tot midden 10– 15 jaar X</i>	<i>Lange termijn 10 + V</i>
<b>Gewogen</b>	<b>Korte termijn 3 – 6 jaar</b>	<b>Midden tot lang 6 – 13 jaar</b>	<b>Lange termijn 10 +</b>
<b>6. Kernactiviteiten</b>	Initiëren, ontwikkelen V	Initiëren, ontwikkelen & beheren V	Beheren V

Legenda: V = bevestigd / X = niet bevestigd ? = onduidelijk beeld. Veranderingen zijn weergegeven in het zwarte kader.

Figuur 22: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

In figuur 23 zijn de vastgoedfase, inkomensstromen, kostenstructuur en risico's weergegeven. De omschrijving per investeringsstrategie is door de experts bevestigd.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>7. Vastgoedfase</b>	Initiatief, ontwikkeling & realisatie V	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie V	Exploitatie V
<b>8. Inkomensstromen</b>	Voornamelijk indirect rendement V	Zowel direct- en indirect rendement V	Voornamelijk direct rendement V
<b>9. Kostenstructuur</b>	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement V	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud V	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud V
<b>10. Risico's</b>	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's V	<< V >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's V

Legenda: V = bevestigd / X = niet bevestigd ? = onduidelijk beeld.

Figuur 23: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

Op basis van de analyse van onderdeel A. Kenmerken kan worden geconcludeerd dat 76% van de waarden door de experts is bevestigd en 24% niet wordt bevestigd. Hieruit kan worden opgemaakt dat de experts de verkregen informatie op basis van literatuuronderzoek grotendeels onderschrijven. De resultaten op basis van de expertinterviews en weergegeven veranderingen zijn verwerkt in het definitieve afwegingsmodel.

### 4.3.2 Onderdeel B afwegingsmodel – Investeringscriteria

In onderdeel B van het afwegingsmodel zijn de investeringscriteria per strategie beoordeeld op basis van een vijfpuntenschaal met een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --. Indien twee van de drie experts dezelfde waarde hebben opgeven zijn deze overgenomen als waarde voor het definitieve afwegingsmodel. In figuur 24 zijn de antwoorden van de experts weergegeven en gevonden waarden:

AFWEGINGSCRITEIA (B. INVESTERINGSCRITEIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>11. Stabiliteit rendement</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	- / - / --	o / - / -	++ / ++ / ++
<b>Gewogen</b>	-	-	++
<b>12. Risico controle/ invloed</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	- / ++ / -	o / + / o	++ / o / ++
<b>Gewogen</b>	-	o	++
<b>13. Kapitaalsbeslag</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	++ / ++ / +	o / + / +	o / o / +
<b>Gewogen</b>	++	+	o
<b>14. Hefboomwerking</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	o / -- / -	++ / - / ++	++ / ++ / o
<b>Gewogen</b>	Geen waarde	++	++
<b>15. Financierbaarheid</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	o / -- / --	++ / - / o	++ / ++ / ++
<b>Gewogen</b>	--	Geen waarde	++
<b>16. Managementintensiteit</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	++ / ++ / +	++ / + / +	o / o / -
<b>Gewogen</b>	++	+	o
<b>17. Mate van zeggenschap</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	o / ++ / geen waarde	++ / + / geen waarde	- / + / geen waarde
<b>Gewogen</b>	Geen waarde	Geen waarde	Geen waarde
<b>18. Afstootmogelijkheden</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	++ / o / --	++ / o / --	++ / o / ++
<b>Gewogen</b>	Geen waarde	Geen waarde	++
<b>19. Invloed op plankwaliteit</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	+ / ++ / ++	++ / + / ++	o / + / o
<b>Gewogen</b>	++	++	o
<b>20. Invloed op duurzaamheid</b>			
<i>Antwoord expert 1,2,3</i>	+ / ++ / ++	++ / + / ++	+ / + / o
<b>Gewogen</b>	++	++	+

Vijfpuntenschaal met een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --. Gevonden waarden zijn weergegeven in het zwarte kader.

Figuur 24: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

De feedback van de experts is verwerkt in bovenstaande tabel. Voor 77% van de investeringscriteria is een waarde bepaald. Voor 23% van de investeringscriteria is geen waarde tot stand gekomen. Dit betekent dat voor deze criteria geen weging kan worden weergegeven in onderdeel B. Investeringscriteria van het definitieve afwegingsmodel.

#### 4.3.3 Onderdeel C afwegingsmodel – financieel

Ook onderdeel C. Financieel van het afwegingsmodel is voorgelegd aan experts. Gevraagd is of de hieronder weergegeven rendementen, resultaten, risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode representatief zijn voor de duiding van de verschillen tussen de drie investeringsstrategieën. Op basis van de resultaten van de interviews is geconcludeerd dat onderdeel C van het afwegingsmodel volgens twee van de drie experts een goed inzicht geeft in de (financiële) verschillen tussen de drie investeringsstrategieën en dat één expert zich hier deels in kan vinden.

AFWEGINGSCRITEIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis van forward funding)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten</i> <i>-10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

Figuur 25: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk.

Twee van de drie experts bevestigen de hierboven weergegeven omschrijvingen, maar één expert merkt wel op: “uitgaande van een ideale wereld zonder tegenvallers”. De andere expert kan zich niet vinden in de gepresenteerde resultaten in onderdeel C van het afwegingsmodel. Als reden wordt opgegeven dat de weergegeven resultaten niet representatief zijn voor iedere casus en ze afhankelijk zijn van de specifieke projectvariabelen. Zo wordt aangegeven dat de aankoopsom en het moment van betaling van grote invloed zijn op het rendement bij projectontwikkeling en ontwikkelen & beleggen. Hij is wel van mening dat het een goed beeld geeft van de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en de investeringsperiode van de drie investeringsstrategieën.

#### 4.3.4 Algemene feedback voorlopig afwegingsmodel

Nadat de drie onderdelen van het afwegingsmodel zijn besproken en bediscussieerd, zijn vervolgens aanvullende punten van het afwegingsmodel besproken. Door de experts wordt unaniem bevestigd dat het afwegingsmodel (bestaande uit onderdeel A, B en C) bruikbaar is om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een van de drie investeringsstrategieën. Eén expert merkt op dat een mondelinge toelichting van een professional belangrijk is. Een andere expert geeft

aan dat de rekenmodellen die gebruikt worden bij onderdeel C een waardevolle toevoeging zijn op het afwegingsmodel en projectspecifieke inzichten opleveren.

Op de vraag aan de experts welk onderdeel (A, B of C) van het afwegingsmodel het meeste inzicht oplevert, wordt door de experts tweemaal A, tweemaal C en eenmaal B genoemd. Onderdeel C wordt genoemd omwille van de getoonde verschillen in rendement en risicogevoeligheid en omdat met behulp van de ontwikkelde rekenmodellen specifieke investeringsmogelijkheden kunnen worden doorgerekend en worden vergeleken. Volgens een van de experts is afwegingscriterium (17) mate van zeggenschap onvoldoende bruikbaar bij de afweging van de verschillende investeringsstrategieën. Dit is namelijk sterk afhankelijk van de wijze waarop het juridisch is gestructureerd.

Ook heeft een van de experts een suggestie gedaan voor de uitbreiding van het model met de afwegingscriteria 'impact op de maatschappij' en 'toegang tot de markt'. Hierbij is aangegeven dat 'impact investeren' enorm in de belangstelling staat en met de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen hierin verschil kan worden gemaakt. Daarnaast werd aangegeven dat het (in de huidige woningmarkt) moeilijk aan product te komen is met de strategie vastgoedbeleggen. Eén expert merkte op dat het voor vermogende families extra moeizaam is aan product te komen, omdat zij veel minder sterke relaties hebben met projectontwikkelaars en makelaars. Dit in tegenstelling tot institutionele partijen die sterke netwerken hebben opgebouwd en deze met teams onderhouden.

Een andere expert stelt voor om onderdeel C van het afwegingsmodel uit te bereiden met het afwegingscriterium 'money multiple'. De door experts benoemde afwegingscriteria zijn interessant, maar worden slechts door een van de drie experts benoemd. Daarom worden ze niet meegenomen als input voor verwerking in het definitief model. Er zal verder onderzoek gedaan moeten worden of deze afwegingscriteria (impact op de maatschappij, toegang tot de markt en money multiple) investeerders meer inzicht geeft bij de afweging van de verschillende investeringsstrategieën.

Tot slot kwamen er zaken aan bod die niet direct betrekking hebben op het afwegingsmodel, maar wel relevant zijn in het kader van dit onderzoek. Zo zouden grote projecten (200+ woningen) al snel resulteren in een te groot kapitaalbeslag voor de kleinere family offices. Het kan volgens de expert daarom interessant zijn om meerdere gelijkgestemde families bijeen te brengen en daarmee één groot project te structureren. Verder wordt opgemerkt dat de strategie projectontwikkeling & vastgoedbeleggen ver uit elkaar liggen. Wanneer je in beide strategieën wilt investeren dien je een team te formeren die deze strategieën beide kan managen. Verder wordt door één van de experts de meerwaarde van ontwikkelen & beleggen benadrukt. Als voordelen worden toegang tot product, invloed op kwaliteit, duurzaamheid en de sterke onderhandelingspositie (als lange termijn investeerder) met de gemeente benoemd.

#### **4.3.5 Samenvatting**

In deze paragraaf is de feedback van experts op het voorlopig afwegingsmodel besproken. De resultaten op basis van de expertinterviews en weergegeven veranderingen worden verwerkt in het definitieve afwegingsmodel. Door de experts is unaniem bevestigd dat het afwegingsmodel (bestaande uit onderdeel A, B, C) bruikbaar is om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een van de drie investeringsstrategieën. Op basis van de analyse van onderdeel A kan worden geconcludeerd dat 76% van de waarden door de experts is bevestigd en 24% niet wordt bevestigd.

Hieruit kan worden opgemaakt dat de experts de verkregen informatie op basis van literatuuronderzoek grotendeels worden herkend.

Voor onderdeel B van het afwegingsmodel is voor 77% van de investeringscriteria een waarde bepaald en voor 23% geen waarde. Dit betekent dat voor deze criteria geen weging kan worden weergegeven in onderdeel B. Investeringscriteria van het definitieve afwegingsmodel. Twee van de drie experts kunnen zich vinden in de weergegeven afwegingscriteria en bijbehorende resultaten in onderdeel C. Financieel van het afwegingsmodel en één experts kan zich in drie van de vijf gepresenteerde afwegingscriteria vinden.

#### 4.4 PRESENTATIE DEFINITIEF AFWEGINGSMODEL

In deze paragraaf wordt het definitieve afwegingsmodel gepresenteerd en toegelicht. Beschreven wordt wat er naar aanleiding van feedback van experts in onderdeel A, B en C van het afwegingsmodel definitief dient te worden opgenomen.

##### 4.4.1 Onderdeel A definitief afwegingsmodel - kenmerken

In figuur 26 is onderdeel A van het definitief afwegingsmodel weergegeven. Dit onderdeel van het afwegingsmodel geeft een overzicht van de verschillende kenmerken per investeringsstrategie. De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen zijn weergegeven als kolommen. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de kenmerken en beschrijving per strategie weergegeven als rijen. Er is middels een zwart kader in onderstaande tabel inzichtelijk gemaakt wat de veranderingen zijn op basis van de expertinterviews.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>1. Categorie</b>	Opportunistic	Value add	Core
<b>2. Risicoprofiel</b>	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement	Laag risico, laag rendement
<b>3. Rendementseis</b>	14% +	8% - 11%	5% - 7%
<b>4. Financieringscondities</b>	LTV 0% - 57,5%	LTV 41,5% - 73,5%	LTV 0% - 57,5%
<b>5. Looptijd investering</b>	Korte termijn 3-6 jaar	Kort tot midden 6 – 13 jaar	Lange termijn 10 +
<b>6. Kernactiviteiten</b>	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
<b>7. Vastgoedfase</b>	Initiatief, ontwikkeling & realisatie	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
<b>8. Inkomensstromen</b>	Voornameijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornameijk direct rendement
<b>9. Kostenstructuur</b>	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
<b>10. Risico's</b>	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

Figuur 26: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerk.





#### 4.4.2 Onderdeel B definitief afwegingsmodel - investeringscriteria

In figuur 27 is onderdeel B van het afwegingsmodel weergegeven. Hierin is op basis van een vijfpuntenschaal middels expertinterviews inzichtelijk gemaakt in hoeverre de investeringsstrategieën van elkaar verschillen. Een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --. De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen zijn weergegeven als kolommen. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de investeringscriteria en beschrijving per strategie weergegeven van boven naar beneden. Bij zeven onderdelen is in onderdeel B geen waarde gevonden.

AFWEGINGSCRITEIA (B. INVESTERINGSCRITEIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-	-	++
12. Risico controle/ invloed	-	o	++
13. Kapitaalsbeslag	++	+	o
14. Hefboomwerking	geen waarde	++	++
15. Financierbaarheid	--	geen waarde	++
16. Managementintensiteit	++	+	o
17. Mate van zeggenschap	geen waarde	geen waarde	geen waarde
18. Afstootmogelijkheden	geen waarde	geen waarde	++
19. Invloed op plankwaliteit	++	++	o
20. Invloed op duurzaamheid	++	++	+

*Vijfpuntenschaal met een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --.*

Figuur 27: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

#### 4.4.3 Onderdeel C definitief afwegingsmodel - financieel

In figuur 28 is onderdeel C van het afwegingsmodel gepresenteerd. In dit onderdeel is inzichtelijk gemaakt in hoeverre het rendement (IRR), het nominaal resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode verschillen per investeringsstrategie. Dit is gedaan aan de hand van de casus Haarlem Schalkwijk. Hiervoor is een financiële analyse uitgevoerd en uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel. Met het rekenmodel is ook inzicht te geven in de invloed van kostenstijging en opbrengstendaling op de risicogevoeligheid van de IRR en het nominaal resultaat. De rekenmodellen stellen de praktijk in staat om per investeringsmogelijkheid een strategische financiële afweging te kunnen maken tussen de voorgestelde investeringsstrategieën.

AFWEGINGSCRITEIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (verkoop bij start bouw)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten</i> <i>-10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

Figuur 28: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk

Hierboven zijn de investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de financiële onderdelen en beschrijving per strategie weergegeven van boven naar beneden. Voor de toepasbaarheid in de praktijk en analyse van toekomstige investeringsmogelijkheden zijn de DCF-rekenmodellen (zie bijlage 2) beschikbaar in Excel en op te vragen bij de auteur.

#### 4.4.4 Samenvatting

Eerst zijn in onderdeel A en B van het definitieve afwegingsmodel de verschillende kenmerken per investeringsstrategie gepresenteerd. Vervolgens is in onderdeel C inzichtelijk gemaakt in hoeverre de financiële onderdelen verschillen per investeringsstrategie, en is ingegaan op de mogelijkheid om de rekenmodellen in te zetten om toekomstige investeringsmogelijkheden af te wegen. Hiermee is een definitief afwegingsmodel tot stand gekomen (bijlage 4).

### 4.5 BESPREKEN RESULTATEN INTERVIEWS INVESTEERDERS

In deze paragraaf wordt verslag gedaan van de interviews met de investeerders. Het doel van de interviews is om de bruikbaarheid van het definitieve afwegingsmodel te toetsen en te achterhalen wat de afwegingen en investeringsmotieven van investeerders zijn om voor een bepaalde strategie te kiezen. Dit is gedaan aan de hand van een persoonlijk interview (bijlage 5). Eerst is ingegaan op de feedback op het afwegingsmodel. Vervolgens zijn de afwegingen en investeringsmotieven besproken.

#### 4.5.1 Feedback afwegingsmodel

Door alle investeerders is bevestigd dat het afwegingsmodel bruikbaar is om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een van de drie investeringsstrategieën wanneer zij besluiten te investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland. Eén investeerder ziet het afwegingsmodel met name als een hulpmiddel om het gesprek op te starten en een eerste indruk te krijgen van de verschillen tussen de drie investeringsstrategieën. Een andere investeerder merkt op dat het waardevol is dat er DCF-

rekenmodellen beschikbaar zijn waarmee specifieke investeringsmogelijkheden kunnen worden geanalyseerd en gewogen. Dit vergroot de bruikbaarheid en toepasbaarheid van het afwegingsmodel.

Gevraagd is welk onderdeel (A, B of C) het meeste inzicht oplevert. Op basis van de resultaten kan vastgesteld worden dat onderdeel A. Kenmerken het meest is gewaardeerd. Twee investeerders gaven aan dat onderdeel A het meeste inzicht oplevert en één investeerder geeft de voorkeur aan onderdeel C. Eén investeerder merkt hierbij op dat onderdeel A en B een eerste indruk geven waarmee je de strategische richting kan bepalen, waarbij onderdeel C de mogelijkheid geeft tot een analyse en afweging van een specifieke investeringsmogelijkheid.

Het risicoprofiel gevolgd door het rendement en de afstootmogelijkheden worden als meest belangrijke afwegingscriteria benoemd. De belangrijkste vijf afwegingscriteria zijn volgens investeerder één het risicoprofiel, het rendement, de financieringsmogelijkheden, afstootmogelijkheden en managementintensiteit. Volgens investeerder twee zijn de belangrijkste afwegingscriteria het risicoprofiel, de inkomstenstroom, de kostenstructuur, de afstootmogelijkheden en het nominaal resultaat. Investeerder drie benoemt het rendement, het risico, de regelgeving, het reputatierisico en de strategie als belangrijkste afwegingscriteria die van invloed zijn op de keuze te investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland.

Uit de resultaten blijkt dat het afwegingsmodel het hoogst scoort op de communicatie over de strategie en investeringsbeslissingen. Verder scoort het afwegingsmodel bovengemiddeld op het systematisch komen tot een betere afweging en verbetert het het inzicht in de afwegingscriteria. Dit blijkt uit de resultaten die zijn voortgekomen uit interviewvragen aan de hand van stellingen en een normering. De stellingen zijn door de investeerders beantwoord met: helemaal oneens (0), oneens (3), eens (7) en helemaal eens (10). De stellingen die zijn voorgelegd aan de respondenten en resultaten (uitgedrukt in een gemiddeld cijfer) zijn hieronder weergegeven:

- Het model verbetert de communicatie over strategie en investeringsbeslissingen (9);
- Het model helpt om systematisch tot een betere afweging te komen (8);
- Het model verbetert het inzicht in de afwegingscriteria voor investeerders die voornemens zijn direct te willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland (8);
- Het model is duidelijk en wordt als bruikbaar beschouwd (7);
- Het model verbetert het inzicht in de eigenschappen en kenmerken van projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen (7);
- Het model helpt de investeerder bij het vaststellen van de investeringsstrategie en investeringsdoelstellingen (7);
- Het model geeft investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt inzicht in de investeringsmogelijkheden en een hulpmiddel om goed geïnformeerde besluiten te kunnen nemen over de te hanteren investeringsstrategieën (7);
- De investeerder is dankzij het model beter in staat het risico-rendementprofiel van investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland in te schatten (7);
- Het model heeft nieuwe inzichten opgeleverd (4,3).

Verder zijn de volgende verbeterpunten in het gesprek met de investeerders naar voren gekomen:

- Reduceer het aantal afwegingscriteria naar een aantal van tien tot twaalf om het afwegingsmodel beter beheersbaarder te maken voor niet-vastgoeddeskundigen;
- Kijk bij deze reducering kritisch naar afwegingscriteria die een soortgelijke betekenis hebben, zoals rendementseis (3) en rendement (21), looptijd investering (5) en investeringsperiode (25);
- Voeg de volgende afwegingscriteria toe: money multiple, regelgeving en reputatierisico;
- Maak in onderdeel C van het afwegingsmodel inzichtelijk wat het effect is van het verschil in leverage op het rendement (IRR) van de verschillende investeringsstrategieën;
- Voeg andere investeringsmogelijkheden aan het afwegingsmodel toe, zoals het investeren in een woningfonds, staatsobligaties, aandelen of private equity.

Als kanttekening is aangegeven dat op basis van het afwegingsmodel niet duidelijk wordt wat de actuele marktsituatie en concurrentiesituatie zijn. Dit is volgens een van de investeerders een belangrijk aspect voor de keuze van een van de drie investeringsstrategieën.

#### **4.5.2 Afwegingen en investeringsmotieven investeerders**

Naast feedback op het afwegingsmodel is er aan de hand van de interviews met de investeerders ook achterhaald wat de afwegingen en investeringsmotieven zijn om voor een bepaalde strategie te kiezen. Deze informatie heeft geen directe betrekking op het afwegingsmodel maar is zeker waardevol om in dit onderzoek te belichten. Het afwegingsmodel is hiermee voorzien van extra context en het draagt bij aan de doelstelling van het onderzoek om de afwegingen en investeringsmotieven van investeerders beter te leren begrijpen.

Wanneer investeerders een portefeuille (midden)huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland willen opbouwen, zijn daarbij als belangrijkste afwegingen en investeringsmotieven genoemd:

- De investeringshorizon (wil ik één of drie generaties verder kijken);
- Het rendement- en risicoprofiel;
- Stabiliteit van het rendement;
- Impact op de maatschappij;
- Bereidheid om een team op te bouwen;
- Marktmogelijkheden en beschikbaarheid van aanbod;

Een van de investeerders geeft aan dat vermogende families flexibel zijn bij de afweging van investeringsmogelijkheden. Zij zijn minder gebonden zijn aan strikte kaders en beleggingsregels en kunnen meer opportunity gedreven investeren. Dit in tegenstelling tot institutionele investeerders. Investeerders vinden de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen interessant. Als belangrijk motief om te kiezen voor de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen merken twee investeerders op: “Bij ontwikkelen en beleggen kan ik zelf sturen op de kwaliteit, architectuur en programmamix.” en “De strategie ontwikkelen & beleggen geeft toegang tot product en biedt kansen om tegen gunstige condities (ontwikkel)posities aan te kopen en daardoor een beter rendement te maken.”

Daarnaast is aan de investeerders gevraagd wat de reden is dat investeerders voornamelijk nog maar beperkt positie hebben ingenomen in de ontwikkel- en beleggingsmarkt voor middenhuurwoningen.

Een van de investeerders geeft aan dat dit komt door gebrek aan kennis en competenties binnen de familie en de vermogensbeheerders, maar ook door concurrentie met goedkoper institutioneel kapitaal en kans op reputatierisico door het negatieve sentiment jegens vermogende particuliere investeerders. Een andere investeerder geeft aan dat de beperkte rol van vermogende families het gevolg is van de krappe woningmarkt en geringe investeringsmogelijkheden met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel.

Ten slotte zijn door investeerders suggesties gedaan voor de bevordering van familiekapitaal in de Nederlandse woningmarkt. Twee investeerders stellen voor om meerdere families bijeen te brengen en gezamenlijk een ontwikkel- en woningfonds op te zetten. Dit zou een fonds zijn waar ze kapitaal inleggen voor de ontwikkeling en opname van product voor de belegging. Hiermee kunnen vermogende families het verschil maken in de markt, waarin institutionele beleggers wel willen maar niet mogen en woningcorporaties maar een beperkt mandaat hebben.

#### **4.5.3 Samenvatting**

In deze paragraaf is de feedback van investeerders op het definitieve afwegingsmodel besproken. Op basis van de resultaten kan worden geconcludeerd dat het afwegingsmodel door alle investeerders als duidelijk en bruikbaar wordt beschouwd. Het afwegingsmodel kan met name de communicatie over de strategie en investeringsbeslissingen verbeteren. Verder is duidelijk geworden dat het afwegingsmodel ook een geschikt (communicatie)middel is om de afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families beter te leren begrijpen en inzichtelijk te maken.

#### **4.6 BETROUWBAARHEID, VALIDITEIT EN BEPERKINGEN VAN HET ONDERZOEK**

In deze paragraaf wordt de betrouwbaarheid en interne en externe validiteit van dit onderzoek toegelicht. Ook worden in deze paragraaf enkele beperkingen besproken van het onderzoek. Ten behoeve van de interne validiteit is geprobeerd om als onderzoeker een 'neutrale' houding aan te nemen en persoonlijke perspectieven en drijfveren zoveel mogelijk uit te sluiten. Tevens heeft de onderzoeksbegeleider de stappen in het onderzoek gevolgd en feedback gegeven om zo eventuele vertekeningen tegen te gaan. Verder zijn verschillende methoden gebruikt voor dataverzameling, namelijk literatuuronderzoek en interviews. Hierbij moet worden opgemerkt dat voor de casus één databron is gebruikt, wat de validiteit van het onderzoek beperkt. Daarentegen zijn de resultaten wel voorgelegd aan respondenten. Dit zorgt voor een extra controle van de data, wat positief bijdraagt aan de interne validiteit.

Met de externe validiteit wordt bedoeld op de generaliseerbaarheid van het onderzoek. Onderdeel C van het afwegingsmodel is gebaseerd op de specifieke data en analyse van één casus. De uitkomsten die op deze casus zijn gebaseerd, zijn aannemelijk bevonden door de respondenten maar desondanks nog steeds zeer onzeker. De uitgangspunten en resultaten zijn uniek en specifiek voor de casus Haarlem Schalkwijk. Om de betrouwbaarheid van het onderzoek zo veel mogelijk te waarborgen is gekozen voor een duidelijke en navolgbare opbouw van het afwegingsmodel en zijn alle interviews

opgenomen met een voice recorder, waarna deze zijn uitgewerkt in transcripties die zijn gedeeld met de onderwijsinstelling. Tot slot moet de lezer er rekening mee houden dat de waarden in onderdeel B van het afwegingsmodel gebaseerd zijn op uitspraken van experts in slechts drie semigestructureerde interviews.

## 5 CONCLUSIE

### 5.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk zal de hoofdvraag van het onderzoek worden beantwoord op basis van het literatuur- en praktijkonderzoek. De doelstelling van het onderzoek was het vormgeven van een bruikbaar strategisch afwegingsmodel waarin inzichten in de kenmerken, investeringscriteria, risico's van de activiteiten projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen inzichtelijk worden gemaakt. Daarom stond de onderstaande vraag in dit onderzoek centraal:

---

**“Hoe ziet een bruikbaar afwegingsmodel met investeringsstrategieën (projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen) eruit voor vermogende families die actief willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt?”**

---

Om de doelstelling te kunnen bereiken en het uiteindelijke afwegingsmodel te kunnen samenstellen, dienden eerst de volgende deelvragen te worden beantwoord:

- 1) Welke afwegingscriteria moeten volgens de theorie in het afwegingsmodel worden opgenomen?
- 2) In hoeverre worden de onderdelen herkend, bevestigd en aangevuld in de interviews en de casus en dragen ze bij aan het beter leren en begrijpen van de afwegingen en investeringsmotieven bij investeerders?
- 3) Welke conclusies kunnen worden getrokken over het uiteindelijke afwegingsmodel, de validiteit en de bruikbaarheid ervan en het nadere onderzoek dat nodig is?

Voor de beantwoording van deze vragen is gebruik gemaakt van literatuur- en praktijkonderzoek en kwalitatieve interviews. Aan de hand van literatuuronderzoek is informatie gevonden over de kenmerken van de drie investeringsstrategieën en zijn de afwegingscriteria bepaald. Op basis daarvan is een ontwerp gemaakt van een voorlopig afwegingsmodel en middels praktijkonderzoek aan de hand van een casus en kwalitatieve interviews vertaald in een definitief afwegingsmodel. Dit definitieve afwegingsmodel is voorgelegd aan vermogende families om de bruikbaarheid ervan te toetsen en afwegingen en investeringsmotieven in kaart te brengen.

### 5.2 BEANTWOORDING VRAGEN

Op basis van de bevindingen vanuit het literatuuronderzoek ondersteund met de resultaten van het praktijkonderzoek is een afwegingsmodel ontworpen. Het afwegingsmodel is onderverdeeld in drie onderdelen A. Kenmerken, B. Investeringscriteria en C. Financieel en bestaat uit vijftientig afwegingscriteria, te weten: 1) categorie, (2) risicoprofiel, (3) rendementseis, (4) financieringscondities, (5) looptijd, (6) kernactiviteiten, (7) vastgoedfase, (8) inkomensstromen, (9) kostenstructuur, (10) risico's, (11) stabiliteit rendement, (12) risico controle/invloed, (13) kapitaalsbeslag, (14) hefboomwerking, (15) financierbaarheid, (16) managementintensiteit, (17) mate van zeggenschap, (18) afstootmogelijkheden, (19) kwaliteit van het plan, (20) gewenste duurzaamheid, (21) het rendement (IRR), (22) het nominaal resultaat, (23) de risicogevoeligheid, (24) het kapitaalsbeslag en (25) de investeringsperiode. Waarbij elk criterium op basis van literatuur- en

praktijkonderzoek is voorzien van een omschrijving per investeringsstrategie. Hiermee is deelvraag 1 van dit onderzoek beantwoord.

Door de experts is unaniem bevestigd dat het afwegingsmodel (bestaande uit onderdeel A, B, C) bruikbaar is om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een van de drie investeringsstrategieën. Door experts zijn in onderdeel A. Kenmerken 76% van de waarden bevestigd en 24% niet bevestigd. Hieruit blijkt dat experts de verkregen informatie op basis van literatuuronderzoek grotendeels herkennen. Onderdeel B. Investeringscriteria van het afwegingsmodel is voor 77% van de investeringscriteria aangevuld met een waarde, voor 23% is geen waarde gevonden. Dit betekent dat voor 23% van deze criteria geen weging kan worden weergegeven in onderdeel B van het definitieve afwegingsmodel. Twee van de drie experts kunnen zich vinden in de weergegeven afwegingscriteria en bijbehorende resultaten in onderdeel C. Financieel van het afwegingsmodel en één experts kan zich in drie van de vijf gepresenteerde afwegingscriteria vinden.

Op basis van de onderzoeksresultaten kan ook worden geconcludeerd dat het afwegingsmodel volgens de investeerders het inzicht verbetert in de eigenschappen en kenmerken van projectontwikkeling, ontwikkelen & vastgoedbeleggen en vastgoedbeleggen. Daarnaast draagt het bij om systematisch tot betere afwegingen te komen bij de te hanteren investeringsstrategieën. De investeerder is dankzij het model beter in staat het risico-rendementprofiel van investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland in te schatten. En het afwegingsmodel kan met name de communicatie over strategie en investeringsbeslissingen verder verbeteren, zodat het helpt in de discussie over de strategie. Als kanttekening bij het afwegingsmodel is aangegeven dat op basis van het afwegingsmodel niet duidelijk wordt wat de actuele marktsituatie en concurrentiesituatie is.

Uit het onderzoek is gebleken dat het afwegingsmodel bovendien een geschikt (communicatie)middel is om de afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families beter te leren begrijpen en inzichtelijk te maken. Als belangrijke afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families zijn genoemd: de investeringshorizon (wil ik één of drie generaties verder kijken), het rendement- en risicoprofiel, de stabiliteit van het rendement, de impact op de maatschappij, de bereidheid om een team op te bouwen en de mogelijkheden om te investeren in de markt. Hiermee is deelvraag twee van dit onderzoek ook beantwoord.

De (strategische) bruikbaarheid van het afwegingsmodel voor de praktijk was een van de belangrijkste uitgangspunten van dit onderzoek. Uit dit onderzoek blijkt dat het afwegingsmodel voor de organisatie een bruikbaar strategisch hulpmiddel is voor het vaststellen van de investeringsstrategie en investeringsdoelstellingen van vermogende cliënten. Het afwegingsmodel is bovendien een geschikt (communicatie)middel om de afwegingen en investeringsmotieven van vermogende families beter te leren begrijpen en inzichtelijk te maken. Dit heeft als belangrijk voordeel dat de organisatie haar diensten beter kan afstemmen op de wensen van haar vermogende cliënten die direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Nederland.

Wel behoeft het afwegingsmodel nog een verdere uitwerking om het beter beheersbaar te maken voor niet-vastgoed deskundigen en kunnen de rekenmodellen nog verder worden geoptimaliseerd ter bevordering van de bruikbaarheid ervan. Ook moet de lezer er rekening mee houden dat de waarden



gebaseerd zijn op de specifieke data en analyse van één casus en uitspraken van experts en investeerders in slechts drie semigestructureerde interviews. Hiermee is deelvraag drie van dit onderzoek ook beantwoord.

De centrale vraag van het onderzoek luidde: “Hoe ziet een bruikbaar afwegingsmodel met investeringsstrategieën (projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen) eruit voor vermogende families die actief willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt?” Met de ontwikkeling van het hieronder weergegeven afwegingsmodel is de centrale vraag van dit onderzoek beantwoord.

### Onderdeel A definitief afwegingsmodel - Kenmerken

In figuur 29 is onderdeel A van het definitief afwegingsmodel weergegeven. Dit onderdeel van het afwegingsmodel geeft een overzicht van de verschillende kenmerken per investeringsstrategie. De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen zijn weergegeven als kolommen. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de kenmerken en beschrijving per strategie weergegeven als rijen.

AFWEGINGSCRITEIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
1. Categorie	Opportunistic	Value add	Core
2. Risicoprofiel	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld/hoog risico, gemiddeld/hoog rendement	Laag risico, laag rendement
3. Rendementseis	14% +	8% - 11%	5% - 7%
4. Financieringscondities	LTV 0% - 57,5%	LTV 41,5% - 73,5%	LTV 0% - 57,5%
5. Looptijd investering	Korte termijn 3-6 jaar	Kort tot midden 6 – 13 jaar	Lange termijn 10 +
6. Kernactiviteiten	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
7. Vastgoedfase	Initiatief, ontwikkeling & realisatie	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
8. Inkomensstromen	Voornamelijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornamelijk direct rendement
9. Kostenstructuur	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
10. Risico's	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

Figuur 29: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

### Onderdeel B definitief afwegingsmodel - Investeringscriteria

In figuur 30 is onderdeel B van het afwegingsmodel weergegeven. Hierin is op basis van een vijfpuntenschaal inzichtelijk gemaakt in hoeverre de investeringsstrategieën van elkaar verschillen. Een vijfpuntenschaal met -- / - / o / + / ++, die als volgt moet worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --. De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen

zijn weergegeven als kolommen. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de investeringscriteria en beschrijving per strategie weergegeven van boven naar beneden. Bij zeven onderdelen is in onderdeel B geen waarde gevonden.

AFWEGINGSCRITEIA (B. INVESTERINGSCRITEIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-	-	++
12. Risico controle/ invloed	-	o	++
13. Kapitaalsbeslag	++	+	o
14. Hefboomwerking	geen waarde	++	++
15. Financierbaarheid	--	geen waarde	++
16. Managementintensiteit	++	+	o
17. Mate van zeggenschap	geen waarde	geen waarde	geen waarde
18. Afstootmogelijkheden	geen waarde	geen waarde	++
19. Invloed op plankwaliteit	++	++	o
20. Invloed op duurzaamheid	++	++	+

Vijfpuntenschaal met een -- / - / o / + / ++ en moet als volgt worden geïnterpreteerd: hoog ++ of juist laag --.

Figuur 30: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

### Onderdeel C definitief afwegingsmodel - Financieel

In figuur 31 is onderdeel C van het afwegingsmodel gepresenteerd. In dit onderdeel is inzichtelijk gemaakt in hoeverre het rendement (IRR), het nominaal resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en de investeringsperiode verschillen per investeringsstrategie. Dit is gedaan aan de hand van de casus Haarlem Schalkwijk. Hiervoor is een financiële analyse uitgevoerd en uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel. Met het rekenmodel is ook inzicht te geven in de invloed van kostenstijging en opbrengstendaling op de risicogevoeligheid van de IRR en het nominaal resultaat. De rekenmodellen stellen de praktijk in staat om per investeringsmogelijkheid een strategische financiële afweging te maken tussen de voorgestelde investeringsstrategieën.

AFWEGINGSCRITEIA (C. FINANCIHEEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
21. Rendement (IRR)	IRR 70% (verkoop bij start bouw)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
22. Nominaal resultaat	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
23. Risicogevoeligheid <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
24. Kapitaalsbeslag	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
25. Investeringsperiode	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

Figuur 31: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel C. Financieel op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk

De investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen zijn weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende investeringsstrategieën zijn de financiële onderdelen en beschrijving per strategie weergegeven van boven naar beneden. Voor de toepasbaarheid in de praktijk en analyse van toekomstige investeringsmogelijkheden zijn de DCF-rekenmodellen (zie bijlage 2) beschikbaar in Excel en op te vragen bij de auteur.

### 5.3 AANBEVELINGEN VOOR VERDER ONDERZOEK

In deze paragraaf zijn aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek. Door verdere uitwerking en toetsing in de praktijk kan de bruikbaarheid en validiteit van het afwegingsmodel worden vergroot. Door het doen van uitgebreider literatuur- en praktijkonderzoek kunnen aanvullende afwegingscriteria in beeld worden gebracht. De gevonden waarden in onderdeel B zijn gebaseerd op uitspraken van experts in slechts drie semigestructureerde interviews. Het uitbreiden van de groep van experts zal leiden tot grotere validiteit van de gevonden waarden. Het kan ook interessant zijn om onderdeel C. Financieel van het afwegingsmodel verder uit te werken, te voorzien van uitgebreidere financiële analyses en te baseren op meerdere casestudies. Daarnaast zouden de voor dit onderzoek gebruikte rekenmodellen nog verder kunnen worden geoptimaliseerd ter bevordering van de bruikbaarheid ervan. Het kan ook interessant zijn het afwegingsmodel te toetsen bij institutionele investeerders om zo de generaliseerbaarheid van het model en het onderzoek te vergroten.

Het is voor vervolgonderzoek interessant om verder onderzoek te doen naar de aanbevelingen van experts en investeerders die betrekking hebben op het afwegingsmodel. Deze aanbevelingen zijn:

- De uitbreiding van het afwegingsmodel met de criteria impact op de maatschappij, toegang tot de markt, money multiple, regelgeving en reputatierisico;
- Het aantal afwegingscriteria te reduceren naar een aantal van tien tot twaalf om het afwegingsmodel beter beheersbaarder te maken voor niet-vastgoeddeskundigen. Bij deze reducering kritisch te kijken naar afwegingscriteria die een soortgelijke betekenis hebben, zoals rendementseis (3) en rendement (21), looptijd investering (5) en investeringsperiode (25);
- In onderdeel C van het afwegingsmodel inzichtelijk te maken wat het effect is van verschil in *leverage* op het rendement (IRR) van de verschillende investeringsstrategieën;
- Het toevoegen van andere investeringsmogelijkheden in het afwegingsmodel, denk aan het investeren in een woningfonds, staatsobligaties, aandelen of private equity.

Tot slot zijn er aanbevelingen gedaan die niet direct betrekking hebben op het afwegingsmodel maar wel relevant zijn in het kader van verder onderzoek:

- Grote projecten (200+ woningen) kunnen al snel resulteren in een te groot kapitaalbeslag voor de kleinere family offices. Doe verder onderzoek naar het bijeenbrengen van meerdere gelijkgestemde families om daarmee één groot project te structureren;
- Het is interessant om vervolgonderzoek te doen naar de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen. Twee van de drie investeerders hadden voor deze investeringsstrategie een sterke voorkeur. Omdat de strategie volgens investeerders toegang tot product geeft en kansen biedt om tegen gunstige condities (ontwikkel)posities aan te kopen en daardoor een beter rendement te maken. Daarnaast waardeerde zij de mogelijkheid om zelf te kunnen sturen op de kwaliteit, architectuur en programmamix;

- Nader onderzoek doen naar de wijze waarop familiekapitaal in de Nederlandse woningmarkt kan worden bevorderd. Als aanbeveling hiervoor wordt gedaan om meerdere families bijeen te brengen en gezamenlijk een ontwikkel- en woningfonds op te zetten. Hiermee zouden vermogende families het verschil in de markt kunnen maken, omdat institutionele beleggers wel willen maar niet mogen en woningcorporaties maar een beperkt mandaat hebben.

#### 5.4 AANBEVELINGEN VOOR DE ORGANISATIE

Tot slot kunnen er aanbevelingen worden gegeven aan het management van de organisatie. De volgende stappen kunnen worden gezet:

- **Stap 1. Vaststellen gewenste investeringsomvang**  
Stel allereerst met de vermogende cliënt vast hoeveel hij direct wil investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Nederland;
- **Stap 2. Introductie afwegingsmodel**  
Geef een korte toelichting op de inhoud van het afwegingsmodel. Benoem dat het model bestaat uit drie onderdelen en ingaat op de investeringsstrategieën projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen;
- **Stap 3. Doorlopen van de onderdelen A, B en C**  
Presenteer vervolgens onderdeel A, B en C van het afwegingsmodel om een eerste indruk te geven van de mogelijkheden, kenmerken en verschillen tussen de drie investeringsstrategieën;
- **Stap 4. Bepaal de investeringsstrategie**  
Gebruik het afwegingsmodel als communicatiemiddel om gerichte vragen te stellen en te achterhalen wat de cliënt beweegt. Probeer op basis daarvan een eerste strategische richting te bepalen;
- **Stap 5: Selecteer passende investeringsmogelijkheden**  
Gebruik de strategische richting als uitgangspunt om potentiële investeringsmogelijkheden te selecteren en met de cliënt te bespreken;
- **Stap 6. Geef financieel inzicht**  
Gebruik de rekenmodellen als hulpmiddel voor het inzichtelijk maken van de financiële kenmerken van de investeringsmogelijkheden;
- **Stap 7. Werk een voorstel uit**  
Wanneer de cliënt een positieve grondhouding heeft aangenomen, kan de organisatie de beschikbare investeringsmogelijkheid vertalen naar een concreet voorstel;
- **Stap 8. Monitor nieuwe investeringsmogelijkheden**  
Zoeken naar kansen om het portfolio van de cliënt verder uit te breiden door het aandragen van passende investeringsmogelijkheden.

Kortom, het afwegingsmodel stuurt het gesprek en de rekenmodellen stellen de organisatie in staat om de cliënt financieel inzicht te geven in de voorliggende investeringsmogelijkheden. Als het afwegingsmodel in de organisatie wordt geïmplementeerd, behoeft het afwegingsmodel en de rekenmodellen nog verdere uitwerking, met name voor de onderdelen in het afwegingsmodel waarvoor geen waarde is gevonden. Wellicht is het verstandig een externe deskundige hiervoor aan te trekken.

## LITERATUURLIJST

- Aken, van, J. E. (1994). De bedrijfskunde als ontwerpwetenschap - de regulatieve en de reflectieve cyclus. *Bedrijfskunde : Tijdschrift voor Modern Management*, 66(1), 16-26.
- Arkenbout, R. (2018). *Heeft middeldure huur toekomst in Amsterdam?* Amsterdam School of Real Estate.
- Arnhem, P. van, Berkhout, T. & Have, G. ten (2015). *Taxatieleer vastgoed 2*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Berg, C. van (2014). *Een gemengd woningfonds*. Technische Universiteit Delft.
- Blauwhoed Investments. (2021, November 17). Retrieved from *Investeren in projectontwikkeling*: <https://blauwhoedinvestments.nl/#contact>
- Bosma, M. (2020). *Real Estate Market Outlook 2021-2023*. Amsterdam: Bouwinvest.
- Bouwinvest. (2021, Januari 19). *Betaalbare woningen*. Retrieved from *Real Value for life*: <https://www.bouwinvest.nl/real-value-for-life/betaalbare-woningen/>
- Brounen, D., & Eichholtz, P. M. A. (2001). Projectontwikkende belegger beter af. *ESB*, 86(4331)
- Capital Value. (2020). *De woning(beleggings)markt in beeld*. Utrecht: Capital Value.
- Capital Value. (2021). *De woning(beleggings)markt in beeld 2021*. Utrecht: Capital Value.
- Das, M. (2010). *Risicomanagement bij projectontwikkeling*. Groningen Rijksuniversiteit Groningen.
- Denzen, O. van (2009). *Risicokwantificering door Projectontwikkelaars*. Amsterdam School of Real Estate.
- DNB. (2019, July 15). *Huizenmarkt Amsterdam beter te vergelijken met Parijs en Frankfurt dan met de rest van Nederland*. Retrieved from *DNB Nieuwsoverzicht en archief*: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/Nieuws2019/dnb384913.jsp>
- Driel, A. van & Zuijlen, J. van (2016). *Strategische inzet van vastgoed. Over duurzaam beleid en management*. Amsterdam: WEKA Business Media BV.
- Eduard, G. (2007). *Differentiatie van het vereiste aanvangsrendement*. Amsterdam School of Real Estate.
- Gebiedseconomie.nl (2022, Februari 7). *Gevoeligheidsanalyse*. Retrieved from: <https://www.gebiedseconomie.nl/content/gevoeligheidsanalyse>
- Gehner, E. (2011). *Risicoanalyse bij projectontwikkeling*. Amsterdam: SUN.
- Geltner, D.M., Miller, N., Clayton, J. & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Atlanta: OnCourse Learning.
- Gijzel, R. van (2018). *Samen bouwen aan middenhuur, ervaringen van één jaar Samenwerkingstafel middenhuur*. Rijksoverheid.
- Gool, P. van, Jager, P., Weisz, R. & Theebe, M. (2020). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Hoek-Gerritsen, S. van (2018). *Schrijfgids voor economen*. Bussum: Coutinho.
- Hoppenbrouwers, J. (2016). *Nieuwe rol beleggers als financier van vastgoedontwikkeling voor de vrije huursector*. Technische Universiteit Delft.

- IVBN. (2020, 9 16). *Voor woningmarkt zijn meer structurele lange termijn maatregelen nodig*. Retrieved from Persberichten - 2020: <https://www.ivbn.nl/actueel-artikel-detail/ivbn-voor-woningmarkt-zijn-meer-structurele-en-lange-termijn-maatregelen-nodig>
- Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. (1993). The constructive approach in management accounting research. *Journal of Management Accounting Research*, Fall 1993, 243.
- Keeris, W. (2001). *Vastgoedbeheer lexicon : begrippen, omschrijving, toelichting*. Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Kousemaeker, F. de (1990). *Onroerend goed: leidraad voor studie en praktijk*. Groningen: Wolters Noordhoff.
- Lennartz, C., Schilder, F. & Staak, M. van (2019). *Particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt*. Den Haag: Uitgeverij PBL.
- Muller, J. (2005). *Het waarderen van een projectontwikkelaar...een vak apart*. Amsterdam School of Real Estate
- Nozeman, E. (2010). *Handboek Projectontwikkeling*. Doetinchem: Reed Business b.v.
- Osterwalder, A. & Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generatie*. Deventer: Kluwer.
- Peek, G. & Gehner, E. (2018). *Handboek Projectontwikkeling*. Voorburg: Neprom.
- Peiser, R.B. & Hamilton, D. (2012). *Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business*. Washington: Urban Land Institute.
- Porter, M. (2011). *Concurrentievoordeel*. Amsterdam: Business Contact.
- Rijksoverheid. (2020). *Staat van de Woningmarkt Jaarrapportage 2020*. Rijksoverheid.nl.
- Rijksoverheid. (2021, December 19). *Maatregelen tegen woningnood*. Retrieved from Meer betaalbare huurwoningen bouwen: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurwoning-zoeken/maatregelen-tegen-woningnood/meer-betalbare-huurwoningen-bouwen>
- Rijksoverheid. (2021). *Staat van de Woningmarkt*. Rijksoverheid.nl
- Ruhl, M. (2015). *De selectie van een ontwikkelstrategie bij vastgoedontwikkeling. Toetsing van een risicoprofiel aan een risicoattitude*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Schimmel, E. (2016). *Een eigen woningfonds lust of last?* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Steigenga, P. (2015). *Beleggers in gebiedsontwikkeling*. Delft: TU Delft.
- Syntrus Achmea Real Estate & Finance. (2020). *Outlook 2021–2023*. Syntrus Achmea Real Estate & Finance, Strategy & Research.
- Szelyes, Z. (2017, Februari). *"Value investing" applied to real estate*. Credit Suisse. Retrieved from <https://www.credit-suisse.com/media/assets/asset-management/docs/real-estate/re-strategies-newsletter-02-2017-en.pdf>: <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:eS0V6fZOr-sj:https://www.credit-suisse.com/media/assets/asset-management/docs/real-estate/re-strategies-newsletter-02-2017-en.pdf+&cd=1&hl=nl&ct=clnk&gl=nl>
- Value, C. (2021). *De woning(beleggers)markt in beeld 2021*. Utrecht: Capital Value.

- Van Eck Asset Management B.V. (2021, Maart 23). *Goudaandelen en onroerend goed: vluchtheuvels voor beleggers*. Retrieved from RTL Nieuws:  
<https://www.rtlnieuws.nl/economie/beurs/artikel/5221406/goudaandelen-en-onroerend-goed-vluchtheuvels-voor-beleggers>
- Vlek, P., Oosterhout, T. van, Rust, W., Berg, S. van & Chaulet, T. (2018). *Investeren in vastgoed grond en gebieden*. Meppel: SPRYG Real Estate Academy.
- Wetering, D. van (2010). *Risicomangement bij ontwikkelaars. Een onderzoek naar het kwantificeren van marktvariabelen in rekenmodellen ter completering van het investeringsbesluit*. Rijksuniversiteit Groningen.
- Wilton, H. (2020). *Directe beleggingen in onroerend goed gecombineerd met beursgenoteerd vastgoed, een goed huwelijk?* TIAS Business School.

BIJLAGEN





## BIJLAGE 1: VOORLOPIG AFWEGINGSMODEL

AFWEGINGSCRITERIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
1. Categorie	Opportunistic	Value add	Core
2. Risicoprofiel	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Laag risico, laag rendement
3. Rendementseis	15% +	8% - 11%	6% - 8%
4. Financieringscondities	LTV 65% +	LTV 50% - 75%	LTV 0% - 50%
5. Looptijd investering	Korte termijn 3-7 jaar	Kort tot midden 4 – 10 jaar	Lange termijn 10 +
6. Kernactiviteiten	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
7. Vastgoedfase	Initiatief, ontwikkeling & realisatie	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
8. Inkomensstromen	Voornameijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornameijk direct rendement
9. Kostenstructuur	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
10. Risico's	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

Figuur 21: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel A. Kenmerken.

Bron: Eigen bewerking.

AFWEGINGSCRITERIA (B. INVESTERINGSKRITERIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
12. Risico controle/ invloed	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
13. Kapitaalsbeslag	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
14. Hefboomwerking	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
15. Financierbaarheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
16. Managementintensiteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
17. Mate van zeggenschap	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
18. Afstootmogelijkheden	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
19. Invloed op plankwaliteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
20. Invloed op duurzaamheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++

Figuur 22: Voorlopig afwegingsmodel onderdeel B. Investeringscriteria.

Bron: Eigen bewerking.

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
21. Rendement (IRR)	IRR 70%	IRR 7,0%	IRR 5,5%
22. Nominaal resultaat	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
23. Risicogevoeligheid Totale opbrengsten -10% en kosten +10%	*IRR naar 0% EUR naar min 4.500.000 EUR naar min 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar 25.000.000
24. Kapitaalsbeslag	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
25. Investeringsperiode	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

Eigen bewerking, uitgewerkt met behulp van rekenmodel op basis van praktijkcasus woontoren Haarlem Schalkwijk

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

## BIJLAGE 2: RESULTATEN, MODELMATIGE REKENANALYSE CASUS

### Haarlem, DCF-model Projectontwikkeling

DCF REKENMODEL PROJECTONTWIKKELING												
Object kenmerken		Planning			Waarden & huurinkomsten			Kengetalen & Rendementen				
Totaal aantal VHE's	294	Prijspeil	1-jan-22	31-dec-26	Waardepeildatum	31-dec-26	Grondkosten (per m2 BVO)	€ 180				
Aantal woningen	219	Start project	1-jan-22	€ 71.700.085	Marktwaarde totaal	€ 71.700.085	Bouwkosten (per m2 BVO)	€ 1.962				
Totaal GBO (m2) wonen	13.720	Aankoop object	1-jul-22	€ 3.087.823	Marktwaarde wonen	€ 68.963.378	Bijk. kosten (% van de bouwkw.)	10,0%				
Gemiddeld GBO per unit (m2) wonen	62,65	Principe akkoord	1-jul-22	€ 1.139.417	Marktwaarde com.	€ 1.597.290	Onvoorz. (% van bouw. + bijk.kn.)	2,5%				
Aantal commercieel	1	Anterieure ovk.	1-jan-23	€ 1.139.417	Marktwaarde parkeren	€ 1.597.290	Financieringskosten	3,5%				
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3	Bestemmingsplan	1-jan-24	€ 2.929.584	Totale jaarhuur parkeren	€ 2.929.584	Algemene kosten (% bouw. + bijk.)	5,0%				
Aantal parkeerplaatsen	74	Vergunning bouwen	1-jul-24	€ 91.153	Totale jaarhuur wonen	€ 91.153	BTW afdracht	21,0%				
Marktwaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 5.026	Start verkoop	1-jan-24	€ 67.086	Totale jaarhuur cvg	€ 67.086	Opbrengsten (V.O.N.)	€ 71.700.085				
Marktwaarde per woning (v.o.n.)	€ 314.901	Start bouw	1-jul-24	€ 1.115	Gem. maandhuur wonen	€ 1.115	Stichtingskosten (excl. W & R)	€ 64.530.075				
Marktwaarde parkeerplaats (v.o.n)	€ 21.585	Einde project	31-dec-26	€ 216	Gem. maandhuur cvg	€ 216	<b>Projectontwikkelingsresultaat</b>	<b>€ 7.170.010</b>				
Marktwaarde m2 VVO commercieel	€ 2.698			€ 76	Gem. maandhuur parkeren	€ 76	<b>Winstmarge</b>	<b>10,0%</b>				
Vormfactor	75%						<b>IRR (o.b.v. verkoop bij start bouw)</b>	<b>70%</b>				
<b>Jaar:</b>		<b>Totaal</b>	<b>01-jan-22</b>	<b>01-apr-22</b>	<b>01-jul-22</b>	<b>01-okt-22</b>	<b>01-jan-23</b>	<b>01-apr-23</b>	<b>01-jul-23</b>	<b>01-okt-23</b>	<b>01-jan-24</b>	<b>01-apr-24</b>
<b>Verkoopopbrengsten</b>	<b>€ 71.700.085</b>	<b>€ 19.587.935</b>	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
Stichtingskosten	€ 64.530.075	€ 12.417.927	€ 50.000	€ 50.000	€ 4.098.971	€ 152.910	€ 187.452	€ 211.495	€ 211.495	€ 246.038	€ 194.505	€ 7.015.060
<b>Inkomen</b>	<b>€ 7.170.010</b>	<b>€ 7.170.010</b>	-€ 50.000	-€ 50.000	-€ 4.098.971	-€ 152.910	-€ 187.452	-€ 211.495	-€ 211.495	-€ 246.038	-€ 194.505	€ 12.572.875
Rente			€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
<b>Netto inkomen</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 50.000</b>	<b>-€ 4.098.971</b>	<b>-€ 152.910</b>	<b>-€ 187.452</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 211.495</b>	<b>-€ 246.038</b>	<b>-€ 194.505</b>	<b>€ 12.572.875</b>
<b>Aankoopkosten</b>												
Aankoopkosten grond	€ 3.961.111											
Eigen vermogensbehoefte:	€ 5.402.867											
<b>Cashflow</b>			-€ 50.000	-€ 50.000	-€ 4.098.971	-€ 152.910	-€ 187.452	-€ 211.495	-€ 211.495	-€ 246.038	-€ 194.505	€ 12.572.875
<b>IRR</b>												<b>70%</b>
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>												<b>€ 7.170.008</b>
<b>Opbrengsten bij verkoop</b>												
Verkoopprijs v.o.n.:												€ 19.587.935
Investeringsperiode												2,5 jaar

# Haarlem, DCF-model Projectontwikkeling – Risicogevoeligheidsanalyse

DCF REKENMODEL PROJECTONTWIKKELING													
Object kenmerken		Planning			Waarden & huurinkomsten			Kengetalen & Rendementen					
Totaal aantal VHE's	294	Prijspeil	1-jan-22	31-dec-26	Grondkosten (per m2 BVO)	€ 180							
Aantal woningen	219	Start project	1-jan-22	€ 64.530,077	Bouwkosten (per m2 BVO)	€ 2.233							
Totaal GBO (m2) wonen	13.720	Aankoop object	1-jul-22	€ 2.779,041	Bijk. kosten (% van de bouwkl.)	11,0%							
Gemiddeld GBO per unit (m2) wonen	62,65	Principe akkoord	1-jul-22	€ 62.067,040	Onvoorz. (% van bouw. + bijk.kn.)	0,0%							
Aantal commercieel	1	Anterieure ovk.	1-jan-23	€ 1.025,475	Financieringskosten	3,5%							
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3	Bestemmingsplan	1-jan-24	€ 1.437,561	Algemene kosten (% bouw. + bijk.)	5,0%							
Aantal parkeerplaatsen	74	Vergunning bouwen	1-jul-24	€ 2.929,584	BTW afdracht	21,0%							
Marktwaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 4.524	Start verkoop	1-jan-24	€ 91,153	Opbrengsten (V.O.N.)	€ 64.530,077							
Marktwaarde per woning (v.o.n.)	€ 283.411	Start bouw	1-jul-24	€ 67,086	Stichtingskosten (excl. W & R)	€ 69.183,267							
Marktwaarde parkeerplaats (v.o.n.)	€ 19.427	Einde project	31-dec-26	€ 1,115	<b>Projectontwikkelingsresultaat</b>	<b>-€ 4.653,190</b>							
Marktwaarde m2 VVO commercieel	€ 2.428			€ 216	<b>Winstmarge</b>	<b>-7,2%</b>							
Vormfactor	75%			€ 76	<b>IRR (o.b.v. verkoop bij start bouw)</b>	<b>0%</b>							
<b>Totaal</b>		<b>Jaar:</b>	<b>01-jan-22</b>	<b>01-apr-22</b>	<b>01-jul-22</b>	<b>01-okt-22</b>	<b>01-jan-23</b>	<b>01-apr-23</b>	<b>01-jul-23</b>	<b>01-okt-23</b>	<b>01-jan-24</b>	<b>01-apr-24</b>	
<b>Verkoopopbrengst</b>	<b>€ 64.530,077</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 0</b>	<b>€ 4.608,072</b>	
Stichtingskosten	€ 69.183,267	€ 55.000	€ 55.000	€ 4.210,868	€ 168,201	€ 208,832	€ 168,201	€ 168,201	€ 168,201	€ 208,832	€ 149,512	€ 3.868,618	
<b>Inkomen</b>	<b>€ 4.653,190</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 4.210,868</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 149,512</b>	<b>€ 739,454</b>	
Rente		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
<b>Netto inkomen</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 4.210,868</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 149,512</b>	<b>€ 739,454</b>	
<b>Aankoopkosten</b>													
Aankoopkosten grond	€ 4.059,222												
Eigen vermogensbehoefte:	€ 5.414,645												
<b>Cashflow</b>		<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 55.000</b>	<b>-€ 4.210,868</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 168,201</b>	<b>-€ 208,832</b>	<b>-€ 149,512</b>	<b>€ 739,454</b>	
<b>IRR</b>	<b>0%</b>	<b>Scenario (beoordeling risicogevoeligheid IRR en resultaat)</b>											
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>	<b>-€ 4.653,192</b>	<b>Opbrengsten - 10% en stichtingskosten plus 10%</b>											
		<b>Opbrengsten bij verkoop</b>		Verkoopprijs v.o.n.:		€ 4.608,072				Investeringsperiode		2,5 jaar	

# Haarlem, DCF-model Projectontwikkeling & Vastgoedbeleggen

DCF REKENMODEL COMBINATIE PROJECTONTWIKKELING & VASTGOEDBELEGGEN																
Object kenmerken		Planning		Waarden & huurinkomsten		Keurgetallen & Rendement projectontwikkeling			Keurgetallen			Rendementen				
294	Totaal aantal VHE's	1-jan-22	Prijspeil	31-dec-26	Grondkosten (per m2 BVO)	€ 180	% Exploitatielasten won	13,5%	IRR	7,0%						
219	Aantal woningen	1-jan-22	Start project	€ 71.700.085	Bouwkosten (per m2 BVO)	€ 1.962	% Exploitatielasten cvg	11,0%	BAR (v.o.n) wonen	4,25%						
13720	Totaal GBO (m2) wonen	1-jul-22	Aankoop object	€ 3.087.823	Bijk. kosten (% van de bouw)	10,0%	Marktwaarde / leegwaarde	100%	BAR (v.o.n) commercieel	8,00%						
63	Gemiddeld GBO unit (m2) wonen	1-jul-22	Principe akkoord	€ 68.953.378	Onvoorz. (% van bouw. + bijk.kn.)	2,5%	Huur- / leegwaarde ratio	0,0%	BAR (v.o.n) parkeren	4,20%						
1	Aantal commercieel	1-jan-23	Anterieure ovk.	€ 1.139.417	Financieringskosten	3,5%	Gemiddelde mutatiegraad	10,0%	NAR (v.o.n.) wonen	3,64%						
422	Totaal VVO (m2) commercieel	1-jan-24	Bestemmingsplan	€ 1.597.290	Algemene kosten (% bouw.+ bijk.)	5,0%	% Inflatie (CPI)	1,84%	NAR (v.o.n.) commercieel	7,12%						
74	Aantal parkeerplaatsen	1-jul-24	Vergunning bouwen	€ 2.929.584	BTW afdracht	21,0%	% Huurgroei	2,84%	NAR (v.o.n.) parkeren	4,20%						
€ 5.026	Marktwaarde per m2 GBO wonen	1-jan-22	Start verkoop	€ 91.153	Opbrengsten (V.O.N.)	€ 61.527.101	% Kostenstijging	2,00%	Exit yield (v.o.n.) wonen	4,25%						
€ 314.901	Marktwaarde per woning (v.o.n.)	1-jul-24	Start bouw	€ 67.086	Stichtingskosten (excl. W & R)	€ 61.527.101	% LTV	0,00%	Exit yield (v.o.n.) commercieel	8,00%						
€ 21.585	Marktwaarde per parkeerplaats	31-dec-26	Einde project	€ 1.115	<b>Projectontwikkelingsresultaat</b>	€ 0	Lening	0,00%	Exit yield (v.o.n.) parkeren	4,20%						
€ 2.698	Marktwaarde per m2 VVO cvg	31-dec-26	Start verhuur	€ 216	<b>Winstmarge</b>	0,0%	Rente	0,00%	% Rente vergoeding (forward funding)	3%						
75%	Vormfactor	31-dec-35	Dispositie	€ 76	IRR	0%	Rente betaling	0,00%	Rente vergoeding (forward funding)	3%						
Activiteiten		Projectontwikkeling														
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Jaar	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Verkoopopbrengsten (stichtingskosten)	€ 4.351.881	-€ 855.145	€ 6.618.421	-€ 19.553.836	€ 30.147.818	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Stichtingskosten						€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Inkomen	-€ 4.351.881	-€ 855.145	-€ 6.618.421	-€ 19.553.836	-€ 30.147.818	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Netto inkomen projectontwikkeling	-€ 4.351.881	-€ 855.145	-€ 6.618.421	-€ 19.553.836	-€ 30.147.818	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Netto inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 3.087.823	€ 3.173.995	€ 3.262.463	€ 3.353.476	€ 3.447.044	€ 3.543.237	€ 3.642.132	€ 3.743.803	€ 3.846.329	€ 3.955.791
	Aankoopkosten (tegen stichtingskosten)	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 61.527.101	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Totale exploitatielasten	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 463.820	€ 440.046	€ 449.122	€ 458.105	€ 467.267	€ 509.276	€ 486.144	€ 495.868	€ 505.784	€ 515.901
	Inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 3.439.890
	Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
	Aankoopkosten (= stichtingskosten)															
	Eigen vermogensbehoefte:															
	Investeringssperiode	15 jaar														
	Netto inkomen vastgoedbeleggen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 3.439.890
	Cashflow (projectontwikkeling & beleggen)	-€ 4.351.881	-€ 855.145	-€ 6.618.421	-€ 19.553.836	-€ 30.147.818	€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033.962	€ 3.155.988	€ 3.247.935	€ 3.342.545	€ 3.439.890
	IRR															
	NOMINAAL RESULTAAT															

Opbrengsten bij verkoop	
Verkoopprijs v.o.n.:	€ 94.493.064
Verkoopprijs kk:	€ 87.090.382
Lening:	€ 0
Overdrachtsbelasting	8,00%
Notariatskosten, etc.	0,50%

# Haarlem, DCF-model Projectontwikkeling & Vastgoedbeleggen - Risicogevoeligheidsanalyse

DCF MODEL COMBINATIE PROJECTONTWIKKELING & VASTGOEDBELEGGEN																
Objectkenmerken	Planning	Waarden & huurinkomsten	Kengestallen & Rendementprojectontwikkeling	Kengestallen	Rendementen											
Totaal aantal VHE's Aantal woningen Totaal GBO (m2) wonen Gemiddeld GBO unit (m2) wonen Aantal commercieel Totaal WVO (m2) commercieel Aantal parkeerplaatsen Marktaandeel per m2 GBO wonen Marktaandeel per parkeerplaats (v.o.n.) Marktaandeel per m2 VVO cvg Vormfactor	Prijspeil Start project Aankoop object Principe akkoord Anteureure ovk Bestemmingsplan Vergunning bouwen Start verkoop Start bouw Einde project Startverhuur Dispositie	1-jan-22 1-jan-22 1-jul-22 1-jul-22 1-jan-23 1-jan-24 1-jul-24 1-jan-22 1-jul-24 31-dec-26 31-dec-26 31-dec-35	31-dec-26 € 71.700.085 € 3.087.823 € 68.963.178 € 1.139.417 € 1.597.290 € 2.929.594 € 91.153 € 67.086 € 1.115 € 216 € 76	Grondkosten (per m2 BVO) Bouwkosten (per m2 BVO) Bijk. kosten (% van de bouw.k.) Onvoor. (% van bouw. + bijk.k.) Financieringskosten Algemene kosten (% bouw. + bijk.) BTW/adviaat Opbrengsten (V.O.N.) Stichtingskosten (excl. W & R) Projectontwikkelingsresultaat Winstmarge IRR	15,92% 4,2% 11,0% 100% 0,0% 2,0% 1,84% 1,84% 3,00% 0% 0,0% 0,0% 0%	IRR BAR (v.o.n) wonen BAR (v.o.n) commercieel BAR (v.o.n) parkeren NAR (v.o.n.) wonen NAR (v.o.n.) commercieel NAR (v.o.n.) parkeren Exit yield (v.o.n.) wonen Exit yield (v.o.n.) commercieel Exit yield (v.o.n.) parkeren % Rente vergoeding (forward funding) Rente vergoeding (forward funding)	4,2% 4,25% 8,00% 4,20% 3,64% 7,12% 4,20% 4,83% 8,00% 4,20% 3% € 0 € 0									
Activiteiten	Vastgoedbeleggen															
Jaar:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Verkoopopbrengsten (stichtingskosten)	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Stichtingskosten	€ 4.665.836	€ 916.837	€ 7.095.890	€ 20.964.497	€ 32.322.755	€ 65.965.815	€ 3.261.427	€ 3.382.551	€ 3.444.790	€ 3.508.174	€ 3.572.725	€ 3.638.463	€ 3.704.201	€ 3.770.039	€ 3.835.877	
Inkomen	€ -4.665.836	€ -916.837	€ -7.095.890	€ -20.964.497	€ -32.322.755	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Netto inkomen projectontwikkeling	€ -4.665.836	€ -916.837	€ -7.095.890	€ -20.964.497	€ -32.322.755	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Netto inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 3.087.823	€ 3.144.639	€ 3.202.501	€ 3.261.427	€ 3.321.437	€ 3.382.551	€ 3.444.790	€ 3.508.174	€ 3.572.725	€ 3.638.463	
Aankoopkosten (tegen stichtingskosten)	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 65.965.815	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Totale exploitatielasten	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 535.803	€ 516.233	€ 533.780	€ 549.510	€ 565.706	€ 615.046	€ 599.553	€ 617.234	€ 635.437	€ 654.182	
Inkomen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.905	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281	
Rente	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Aankoopkosten	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
Eigen vermogensbehoefte:	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 65.965.815	€ 3.144.639	€ 3.202.501	€ 3.261.427	€ 3.321.437	€ 3.382.551	€ 3.444.790	€ 3.508.174	€ 3.572.725	€ 3.638.463	
Investeringsperiode	15 jaar															
Netto inkomen vastgoedbeleggen	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.905	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281	
Cashflow (projectontwikkeling & vastgoedbeleggen)	€ -4.665.836	€ -916.837	€ -7.095.890	€ -20.964.497	€ -32.322.755	€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.905	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281	
IRR	4,2%															
NOMINAAL RESULTAAT	€ 31.822.872															
Scenario (beoordeling risicogevoeligheid IRR en nominaal resultaat)																
Stichtingskosten plus 10% / mutatiegraad - 10% / huurgraad - 1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%																
Opbrengsten bij verkoop																
Verkoopprijs v.o.n.: € 76.002.235																
Verkoopprijs kk: € 70.048.143																
Lening: € 0																
Overdrachtbelasting: 8,00%																
Notarijskosten, etc: 0,50%																

# Haarlem, DCF-model Vastgoedbeleggen

DCF REKENMODEL VASTGOEDBELEGGEN											
Object kenmerken		Kengetallen			Waarden & huurinkomsten			Rendementen			
Totaal aantal VHE's	294	% Exploitatief lasten won	13,46%	Waardepeildatum	31-dec-26	IRR	5,5%				
Aantal woningen	219	% Exploitatief lasten cvg	11,0%	Marktwaarde totaal	€ 71.700,085	BAR (v.o.n) wonen	4,25%				
Totaal GBO (m2) wonen	13.720	Marktwaarde/leegwaarde	100%	Marktthuur totaal	€ 3.087.823	BAR (v.o.n) commercieel	8,00%				
Gemiddeld GBO unit (m2) wonen	62,65	Huur-/Leegwaarde ratio	0%	Marktwaarde wonen	€ 68.963,378	BAR (v.o.n) parkeren	4,20%				
Aantal commercieel	1	Gemiddelde mutatiegraad	10%	Marktwaarde com.	€ 1.139,417	NAR (v.o.n) wonen	3,64%				
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3	% Inflatie (CPI)	1,84%	Marktwaarde parkeren	€ 1.597,290	NAR (v.o.n) commercieel	7,12%				
Aantal parkeerplaatsen	74	% Huurgroei	2,84%	Totale jaarhuur wonen	€ 2.929,584	NAR (v.o.n) parkeren	4,20%				
Marktwaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 5.026	% Kostenstijging	2,00%	Totale jaarhuur cvg	€ 91,153	Exit yield (v.o.n.) wonen	4,25%				
Marktwaarde per woning (v.o.n.)	€ 314,901	% LTV	0%	Totale jaarhuur parkeren	€ 67,086	Exit yield (v.o.n.) commercieel	8,00%				
Marktwaarde parkeerplaats (v.o.n)	€ 21,585	Lening	€ 0	Gem. maandhuur wonen	€ 1,115	Exit yield (v.o.n.) parkeren	4,20%				
Marktwaarde m2 VVO commercieel	€ 2,698	Rente	0,0%	Gem. maandhuur cvg	€ 216	% Rente (forward funding)	3%				
Transactiekosten (bij aankoop)	0%	Rente betaling	€ 0	Gem. maandhuur parkeren	€ 76	Rente (forward funding)	€ 1.703,962				
<b>Jaar:</b>											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Huurinkomen</b>		€ 3.087.823	€ 3.173.935	€ 3.262.463	€ 3.353.476	€ 3.447.044	€ 3.543.237	€ 3.642.132	€ 3.743.803	€ 3.848.329	€ 3.955.791
Totale exploitatief lasten		€ 463.820	€ 440.046	€ 449.122	€ 458.105	€ 467.267	€ 509,276	€ 486,144	€ 495,868	€ 505,784	€ 515,901
<b>Inkomen</b>		€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033,962	€ 3.155,988	€ 3.247,935	€ 3.342,545	€ 3.439,890
Rente		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
<b>Netto inkomen</b>		€ 2.624.003	€ 2.733.889	€ 2.813.341	€ 2.895.371	€ 2.979.777	€ 3.033,962	€ 3.155,988	€ 3.247,935	€ 3.342,545	€ 3.439,890
<b>Aankoopkosten</b>											
Eigen vermogensbehoefte:	€ 71.700,085										
Transactiekosten (Kosten Koper):	€ 0										
Financieringskosten (forward funding)	€ 1.703,962										
Overige aankoopkosten:	€ 0										
<b>Cashflow</b>	-€ 73.404,047	€ 2.624,003	€ 2.733,889	€ 2.813,341	€ 2.895,371	€ 2.979,777	€ 3.033,962	€ 3.155,988	€ 3.247,935	€ 3.342,545	€ 90.530,272
<b>IRR</b>	5,5%										
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>											
	€ 43.953,036										

<b>Opbrengsten bij verkoop</b>	
Verkoopprijs v.o.n.:	€ 94.493,064
Verkoopprijs kk:	€ 87.090,382
Lening:	€ 0
Overdrachtsbelasting	8,00%
Notariskosten, etc	0,50%

# Haarlem, DCF-model Vastgoedbeleggen – Risicogevoeligheidsanalyse

DCF REKENMODEL VASTGOEDBELEGGEN												
Object kenmerken	Kengetallen			Waarden & huurinkomsten			Rendementen					
Totaal aantal VHE's	294			31-dec-26			IRR		3,4%			
Aantal woningen	219			Marktwaarde totaal	€ 71.700.085		BAR (v.o.n.) wonen		4,25%			
Totaal GBO (m2) wonen	13.720			Markthuur totaal	€ 3.087.823		BAR (v.o.n.) commercieel		8,00%			
Gemiddeld GBO unit (m2) wonen	62,65			Marktwaarde wonen	€ 68.963.378		BAR (v.o.n.) parkeren		4,20%			
Aantal commercieel	1			Marktwaarde com.	€ 1.139.417		NAR (v.o.n.) wonen		3,53%			
Totaal VVO (m2) commercieel	422,3			Marktwaarde parkeren	€ 1.597.290		NAR (v.o.n.) commercieel		7,12%			
Aantal parkeerplaatsen	74			Totale jaarhuur wonen	€ 2.929.584		NAR (v.o.n.) parkeren		4,20%			
Marktwaarde m2 GBO wonen (v.o.n.)	€ 4.524			Totale jaarhuur cvg	€ 91.153		Exit yield (v.o.n.) wonen		4,83%			
Marktwaarde per woning (v.o.n.)	€ 283.411			Totale jaarhuur parkeren	€ 67.086		Exit yield (v.o.n.) commercieel		8,00%			
Marktwaarde parkeerplaats (v.o.n.)	€ 19.427			Gem. maandhuur wonen	€ 1.115		Exit yield (v.o.n.) parkeren		4,20%			
Marktwaarde m2 VVO commercieel	€ 2.428			Gem. maandhuur cvg	€ 216		% Rente (forward funding)		3%			
Transactiekosten (bij aankoop)	0%			Gem. maandhuur parkeren	€ 76		Rente (forward funding)		€ 1.703.962			
<b>Jaar:</b>												
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Huurinkomen</b>		€ 3.087.823	€ 3.144.639	€ 3.202.501	€ 3.261.427	€ 3.321.437	€ 3.382.551	€ 3.444.790	€ 3.508.174	€ 3.572.725	€ 3.638.463	
Totale exploitatie lasten		€ 535.803	€ 518.233	€ 533.780	€ 549.510	€ 565.706	€ 615.046	€ 599.553	€ 617.234	€ 635.437	€ 654.182	
<b>Inkomen</b>		€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.505	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281	
Rente		€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0	
<b>Netto inkomen</b>		€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.505	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281	
<b>Aankoopkosten</b>												
Eigen vermogensbehoefte:		€ 71.700.085										
Transactiekosten (Kosten Koper):		€ 0										
Financieringskosten (forward funding)		€ 1.703.962										
Overige aankoopkosten:		€ 0										
<b>Cashflow</b>		-€ 73.404.047	€ 2.552.020	€ 2.626.406	€ 2.668.721	€ 2.711.916	€ 2.755.730	€ 2.767.505	€ 2.845.237	€ 2.890.941	€ 2.937.288	€ 2.984.281
<b>IRR</b>		3,4%										
<b>NOMINAAL RESULTAAT</b>												
		€ 24.384.140										
<b>Scenario (beoordeling risicogevoeligheid IRR en nominaal resultaat)</b>												
		3,4%										
		€ 24.384.140										

<b>Opbrengsten bij verkoop</b>	
Verkoopprijs v.o.n.:	€ 76.002.235
Verkoopprijs kk:	€ 70.048.143
Lening:	€ 0
Overdrachtsbelasting	8,00%
Notariatskosten, etc	0,50%

### BIJLAGE 3: VRAGENLIJST EXPERTINTERVIEWS

Geachte heer of mevrouw,

Mijn naam is Jan Jonk, ik volg een MRE-masteropleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. In dat kader werk ik aan een Company Research Paper. De paper heeft als doel het vormgeven van een bruikbaar strategisch afwegingsmodel waarin inzichten in de kenmerken, investeringscriteria en risico's van de investeringsstrategieën: 1.) projectontwikkeling, 2.) combinatie van ontwikkelen en beleggen en 3.) vastgoedbeleggen inzichtelijk worden gemaakt.

Dit afwegingsmodel geeft investeerders (vermogende families) die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt inzicht in deze drie investeringsmogelijkheden en een hulpmiddel om goed geïnformeerde besluiten te kunnen maken ten aanzien van de te hanteren strategie. Niet alleen kunnen daarmee investeerders tot beter onderbouwde keuzes komen om hun kapitaal te investeren, maar vooral ook een (maatschappelijke) bijdrage leveren aan de enorme woningbouwopgave in het komende decennia.

Aan de hand van literatuuronderzoek is voor het probleem (te weinig inzicht in de verschillende eigenschappen van deze investeringsstrategieën) een (voorlopig) afwegingsmodel ontwikkeld. Om te bepalen of het afwegingsmodel ook bruikbaar is in de praktijk heb ik ervoor gekozen het voor te leggen aan experts en in een later stadium aan investeerders.

Het onderzoeksthema sluit aan bij uw expertise. Ik nodig u daarom graag uit voor een gesprek waarin het voorlopig afwegingsmodel ter discussie staat. Het gesprek zal maximaal 1 uur in beslag nemen.

Bijgaand ontvangt u het afwegingsmodel (bestaande uit drie delen A, B en C) samen met een toelichting en vragenlijst die ik tijdens het gesprek met u wil doornemen.

Met vriendelijke groet,

Jan Jonk



## **Algemene informatie geïnterviewde**

- Naam:
- Bedrijf:
- Huidige functie:
- Achtergrond:

Datum van het interview:

Plaats:

## **Toelichting strategisch afwegingsmodel**

Het is van belang in ogenschouw te nemen dat het strategisch afwegingsmodel investeerders inzicht moet geven in de mogelijk te hanteren investeringsstrategieën en moet ondersteunen bij haar beslissingen om voor een bepaalde strategie te kiezen. Het afwegingsmodel is specifiek bedoeld voor investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt en direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland. Het is toepasbaar op de investeringsstrategieën: 1.) Projectontwikkeling, 2.) Combinatie van ontwikkelen en 3.) vastgoedbeleggen.

Het afwegingsmodel bestaat uit drie onderdelen (A, B en C) waar in totaal 25 afwegingscriteria in zijn opgenomen. Onderdeel A beschrijft de meer algemene kenmerken van de investeringsstrategieën en onderdeel B geeft de verschillende investeringscriteria weer. In onderdeel C kan aan de hand van een rekenmodel voor een investeringsmogelijkheid worden berekend in hoeverre het rendement (IRR), het resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode verschilt per investeringsstrategie.

Op de hiernavolgende pagina's worden de onderdelen van het voorlopige afwegingsmodel gepresenteerd. Deze zijn tot stand gekomen naar aanleiding van het theoretisch kader. Aan de hand van het expertinterview zal het voorlopig afwegingsmodel worden geoptimaliseerd en vervolgens worden vertaald in een definitief afwegingsmodel. Het definitieve afwegingsmodel wordt daarna voorgelegd aan investeerders, met als doel de bruikbaarheid ervan te toetsen en te achterhalen wat de afwegingen en investeringsmotieven zijn om voor een bepaalde strategie te kiezen.

## **Nadere definiëring investeringsstrategieën**

Vooruitlopend op de vragen, onderstaand de voor dit onderzoek gehanteerde definities van de drie investeringsstrategieën, om zo begripsverwarring te voorkomen.

### Projectontwikkeling:

- Realisatie van (her)ontwikkelingsprojecten voor eigen rekening en risico, met het oog op verkoop van deze projecten aan beleggers;
- De projecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Voor aankoop van nieuwe grond-/ontwikkelposities is een intentieovereenkomst met de gemeente een minimale vereiste en moet de verwachting reëel zijn dat het project met 2-5 jaar ontwikkeld kan gaan worden.
- De ontwikkelaar verkoopt bij start bouw tegen marktwaarde, realiseert haar (eventuele) rendement en neemt op afscheid van het project. Dit gebeurt als volgt:
  - Het ontwikkelde project en bijbehorende onherroepelijke omgevingsvergunningen worden bij start bouw overgedragen aan een belegger die een Turnkey-Koopovereenkomst (o.b.v. forward funding) tekent met een aannemer.
  - In de ontwerp- en realisatieovereenkomst zullen onder andere het ontwerprisico ter verantwoording bij de aannemer komen.

### Ontwikkelen & beleggen

- Realisatie van (her)ontwikkelingsprojecten voor eigen rekening en risico voor eigen portefeuille;
- De projecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Voor aankoop van nieuwe grond-/ontwikkelposities is een intentieovereenkomst met de gemeente een minimale vereiste en moet de verwachting reëel zijn dat het project met 2-5 jaar ontwikkeld kan gaan worden.
- In de ontwerp- en realisatieovereenkomst zullen onder andere het ontwerprisico ter verantwoording bij de aannemer komen.
- Investeren in een vastgoedobject voor eigen portefeuille, om vanuit de optiek van beleggen uit de exploitatie-opbrengsten en de (eventuele) verkoop opbrengsten te genereren gedurende een periode van ten minste 10 jaar;

### Vastgoedbeleggen

- Investeren in een vastgoedobject, om vanuit de optiek van beleggen uit de exploitatie-opbrengsten en de (eventuele) verkoop opbrengsten te genereren gedurende een periode van ten minste 10 jaar;
- De objecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Aankoop tegen marktwaarde turn-key van de ontwikkelaar (o.b.v. forward funding) structuur;
  - Voorwaarde onherroepelijke omgevingsvergunning en ontwerp- en realisatierisico's bij de aannemer;

## ONDERDEEL A AFWEGINGSMODEL – KENMERKEN

**Toelichting onderdeel A:** de investeerder besluit de volgende investeringsstrategieën af te wegen: projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen, weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende strategieën zijn aan de hand van literatuuronderzoek tien afwegingscriteria vastgesteld, weergegeven van boven naar beneden. Onderstaande tabel, onderdeel A van het afwegingsmodel geeft een overzicht van de verschillende kenmerken per investeringsstrategie, deze worden hieronder beschreven.

AFWEGINGSCRITERIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>1. Categorie</b>	Opportunistic	Value add	Core
<b>2. Risicoprofiel</b>	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld risico, gemiddeld rendement	Laag risico, laag rendement
<b>3. Rendementseis</b>	15% +	8% - 11%	6% - 8%
<b>4. Financieringscondities</b>	LTV 65% +	LTV 50% - 75%	LTV 0% - 50%
<b>5. Looptijd investering</b>	Korte termijn 3-7 jaar	Kort tot midden 4 – 10 jaar	Lange termijn 10 +
<b>6. Kernactiviteiten</b>	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
<b>7. Vastgoedfase</b>	Initiatief & ontwikkeling	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
<b>8. Inkomensstromen</b>	Voornamelijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornamelijk direct rendement
<b>9. Kostenstructuur</b>	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
<b>10. Risico's</b>	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

**Vraag 1: Categorie:** bent u het eens met de weergegeven rendement/ risicoprofiel indicaties (core, value add, opportunistic) per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 2: Risicoprofiel:** bent u het eens met de omschrijving van het risicoprofiel? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 3: Rendementseis:** bent u het eens met de rendementseis per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 4: Financieringscondities:** bent u het eens met de financieringscondities per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 5: Looptijd investering:** bent u het eens met de looptijd per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 6: Kernactiviteiten:** bent u het eens met de omschrijving van de kernactiviteiten per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 7: Vastgoedfase:** bent u het eens met de omschrijving van de vastgoedfase per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 8: Inkomensstromen:** bent u het eens met de omschrijving van de inkomensstromen per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 9: Kostenstructuur:** bent u het eens met de omschrijving van de kostenstructuur per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

**Vraag 10: Risico's:** bent u het eens met de omschrijving van de risico's per investeringsstrategie? Zo nee, hoe zou dit naar uw mening moeten worden aangepast?

## ONDERDEEL B AFWEGINGSMODEL – INVESTERINGSCRITERIA

**Toelichting onderdeel B:** de drie investeringsstrategieën (projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen) hebben elk specifieke eigenschappen waarmee ze ten opzichte van elkaar verschillen. De eigenschappen per investeringsstrategie moeten mede inzicht geven in welke strategie bij de investeerder past en welke niet. Onderstaand in onderdeel B van het afwegingsmodel een overzicht van de drie investeringsstrategieën afgezet tegen tien investeringscriteria, deze worden hieronder weergegeven. Aan de hand van de expert interviews wordt de tabel verder gecomplementeerd.

AFWEGINGSCRITEIA (B. INVESTERINGSCRITERIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
12. Risico controle/ invloed	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
13. Kapitaalsbeslag	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
14. Hefboomwerking	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
15. Financierbaarheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
16. Managementintensiteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
17. Mate van zeggenschap	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
18. Afstootmogelijkheden	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
19. Invloed op plankwaliteit	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++
20. Invloed op duurzaamheid	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++	-- / - / o / + / ++

**Vraag 11: Stabiliteit rendement:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor veel (++) of juist geen (--) stabiliteit in rendement?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 12: Risico controle/ invloed:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor veel (++) of juist geen (-) risico controle/ invloed?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 13: Kapitaalsbeslag:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoog (++) of juist laag (--) kapitaalsbeslag? Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 14: Hefboomwerking:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) kans op hefboomwerking?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 15: Financierbaarheid:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) kans op financierbaarheid?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 16: Managementintensiteit:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) mate van managementintensiteit?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 17: Mate van zeggenschap:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) mate van zeggenschap?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 18: Afstootmogelijkheden:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor veel (++) of juist geen (--) afzetmogelijkheden?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 19: Invloed op plankwaliteit:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) invloed op de plankwaliteit?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

**Vraag 20: Invloed op duurzaamheid:** Wilt u aangeven of de strategie zorgt voor een hoge (++) of juist lage (--) invloed op duurzaamheid?

Keuze uit: a. -- / b. - / c. 0 / d. + / e. ++

### ONDERDEEL C AFWEGINGSMODEL – FINANCIËEL – OP BASIS VAN EEN VOORBEELDCASUS

**Toelichting onderdeel C:** aan de hand van een voorbeeldcasus is een financiële analyse uitgevoerd en uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel welke overeenkomt met rekenmethodes die worden behandeld in de literatuur en in de praktijk worden toegepast. De uitgangspunten, aannames en gehanteerde kengetallen (op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk) worden gebruikt en onderworpen aan de drie gekozen investeringsstrategieën. In onderstaande tabel, onderdeel C van het afwegingsmodel is geïllustreerd in hoeverre het looptijd rendement IRR (21), het (looptijd)resultaat (22), de risicogevoeligheid (23), het kapitaalsbeslag (24) en investeringsperiode (25) verschilt per investeringsstrategie.

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis van forward funding)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min € 4.500.000 EUR naar min € 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar € 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar €25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

*Eigen bewerking, uitgewerkt met behulp van rekenmodel op basis van praktijkcasus woontoren Haarlem Schalkwijk*

*\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%*

*\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%*

*\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%*

#### Vraag 21: Financieel

De hierboven weergegeven rendementen, resultaten, risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode op basis van de voorbeeldcasus (woningbouwproject Haarlem Schalkwijk bestaande uit ca. 200 huurwoningen in een Randstadgemeente in Nederland) zijn representatief voor de duiding van de verschillen tussen de drie investeringsstrategieën.

1. Helemaal oneens / 2. Oneens / 3. Eens / 4. Helemaal eens

Toelichting antwoord:

#### Nadere toelichting voorbeeld casus Haarlem Schalkwijk

De voorbeeldcasus aan de hand waarvan de bovenstaande financiële analyse is uitgevoerd bevindt zich in de Randstadgemeente Haarlem. Deze casus maakt onderdeel uit van een grootschalige vernieuwing van het winkelcentrumgebied in stadsdeel Schalkwijk. Binnen het plangebied "Zuidstrook" richt de analyse zich op het eigendom aan de Europaweg, deelgebied 1. De eigendomspositie biedt op basis van de reeds gesloten ontwikkelovereenkomst met de gemeente ruimte aan een project met een woontoren met circa 220 appartementen, 425 VVO commercieel en 75 parkeerplaatsen. Het woonprogramma

bestaat uit 20% sociale woningen, 60% middenhuur woningen en 20% vrije sector woningen. Het totale volume bedraagt 22.000 BVO.



Concept Masterplan: Masterplan in ontwikkeling    Masterplan: Impressie "Zuidstrook"

### Afsluitende vragen:

**Vraag 22:** Vindt u het afwegingsmodel (bestaande uit onderdeel A, B en C) bruikbaar om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een één van de drie investeringsstrategieën?

**Vraag 23:** Welk onderdeel van het afwegingsmodel, A, B of C levert naar u mening het meeste inzicht op?

Onderdeel A Kenmerken /                      Onderdeel B Investeringscriteria /                      Onderdeel C Financieel

Toelichting antwoord:

**Vraag 24:** Zijn er afwegingscriteria die volgens u niet of onvoldoende bruikbaar zijn bij de afweging van de verschillende investeringsstrategieën?

**Vraag 25:** Zijn er onderdelen of afwegingscriteria die niet worden behandeld, maar wel relevant zijn voor het afwegingsmodel naar uw mening?

**Vraag 26:** Heeft u nog op- of aanmerkingen ten aanzien van de onderdelen A, B en C van het afwegingsmodel ter bevordering van de bruikbaarheid ervan in de praktijk?

**Vraag 27:** Heeft u nog op- of aanmerkingen ten aanzien van de leesbaarheid?

**Vraag 28:** Is de omschrijving van onderdelen voldoende duidelijk?

**Vraag 29:** Zijn er zaken onbesproken gebleven die relevant zijn voor het onderzoek?

**Vraag 30:** Ingeval er bij de uitwerking van het interview vragen of onduidelijkheden zijn, zou ik dan contact met u mogen opnemen?

Bedankt voor uw deelname aan het interview!

## BIJLAGE 4: DEFINITIEF AFWEGINGSMODEL

AFWEGINGSCRITERIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
1. Categorie	Opportunistic	Value add	Core
2. Risicoprofiel	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld/hog risico, gemiddeld/hog rendement	Laag risico, laag rendement
3. Rendementseis	14% +	8% - 11%	5% - 7%
4. Financieringscondities	LTV 0% - 57,5%	LTV 41,5% - 73,5%	LTV 0% - 57,5%
5. Looptijd investering	Korte termijn 3-6 jaar	Kort tot midden 6 – 13 jaar	Lange termijn 10 +
6. Kernactiviteiten	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
7. Vastgoedfase	Initiatief & ontwikkeling	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
8. Inkomensstromen	Voornameijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornameijk direct rendement
9. Kostenstructuur	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
10. Risico's	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet- , ruimtelijke ordenings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

AFWEGINGSCRITERIA (B. INVESTERINGSKRITERIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-	-	++
12. Risico controle/ invloed	-	o	++
13. Kapitaalsbeslag	++	+	o
14. Hefboomwerking		++	++
15. Financierbaarheid	--		++
16. Managementintensiteit	++	+	o
17. Mate van zeggenschap	++	+	+
18. Afstootmogelijkheden			++
19. Invloed op plankwaliteit	++	++	o
20. Invloed op duurzaamheid	++	++	+

De strategie zorgt voor veel (++) of juist geen (--) stabiliteit in rendement. Schaal van 5: -- / - / o / + / ++

AFWEGINGSKRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
21. Rendement (IRR)	IRR 70% (op basis van forward funding)	IRR 7,0%	IRR 5,5%
22. Nominaal resultaat	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 56.000.000	EUR 45.000.000
23. Risicogevoeligheid Totale opbrengsten -10% en kosten +10%	*IRR naar 0% EUR naar min € 4.500.000 EUR naar min € 58.500.000	**IRR naar 4,2% EUR naar € 32.000.000	***IRR naar 3,5% EUR naar €25.000.000
24. Kapitaalsbeslag	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
25. Investeringsperiode	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

Eigen bewerking, uitgewerkt met behulp van rekenmodel op basis van een praktijkcasus

\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%

\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%

## BIJLAGE 5: VRAGENLIJST INTERVIEWS MET INVESTEERDERS

Geachte heer of mevrouw,

Mijn naam is Jan Jonk, ik volg een MRE-masteropleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. In dat kader werk ik aan een Company Research Paper. De paper heeft als doel het vormgeven van een bruikbaar strategisch afwegingsmodel waarin inzichten in de kenmerken, investeringscriteria en risico's van de investeringsstrategieën: 1.) projectontwikkeling, 2.) combinatie van ontwikkelen en beleggen en 3). vastgoedbeleggen inzichtelijk worden gemaakt.

Dit afwegingsmodel geeft investeerders (vermogende families) die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt inzicht in deze drie investeringsmogelijkheden en een hulpmiddel om goed geïnformeerde besluiten te kunnen maken ten aanzien van de te hanteren strategie. Niet alleen kunnen daarmee investeerders tot beter onderbouwde keuzes komen om hun kapitaal te investeren, maar vooral ook een (maatschappelijke) bijdrage leveren aan de enorme woningbouwopgave in het komende decennia.

Aan de hand van literatuuronderzoek is voor het probleem (te weinig inzicht in de verschillende eigenschappen van deze investeringsstrategieën) een afwegingsmodel ontwikkeld. Om te bepalen of het afwegingsmodel ook bruikbaar is in de praktijk heb ik ervoor gekozen het voor te leggen aan experts en aan de hand van hun feedback is het afwegingsmodel verder geoptimaliseerd. In navolging hiervan wil ik het afwegingsmodel en daarmee samenhangende vragen graag voorleggen aan investeerders.

Het onderzoeksthema sluit goed aan bij uw profiel als investeerder. Ik nodig u daarom graag uit voor een gesprek waarin mijn afwegingsmodel en daarmee samenhangende vragen ter discussie staat. Het gesprek zal maximaal 1 uur in beslag nemen.

Bijgaand ontvangt u het afwegingsmodel (bestaande uit drie delen A, B en C) samen met een toelichting en vragenlijst die ik tijdens het gesprek met u wil doornemen.

Met vriendelijke groet,

Jan Jonk



## **Algemene informatie geïnterviewde**

- Naam:
- Bedrijf:
- Huidige functie:
- Achtergrond:

Datum van het interview:

Plaats:

## **Toelichting afwegingsmodel**

Het is van belang in ogenschouw te nemen dat het strategisch afwegingsmodel investeerders inzicht moet geven in de mogelijk te hanteren investeringsstrategieën en moet ondersteunen bij haar beslissingen om voor een bepaalde strategie te kiezen. Het afwegingsmodel is specifiek bedoeld voor investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt en direct willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland. Het is toepasbaar op de investeringsstrategieën: 1.) Projectontwikkeling, 2.) Combinatie van ontwikkelen en 3.) vastgoedbeleggen.

Het afwegingsmodel bestaat uit drie onderdelen (A, B en C) waar in totaal 25 afwegingscriteria in zijn opgenomen. Onderdeel A beschrijft de meer algemene kenmerken van de investeringsstrategieën en onderdeel B geeft de verschillende investeringscriteria weer. In onderdeel C kan aan de hand van een rekenmodel voor een investeringsmogelijkheid worden berekend in hoeverre het rendement (IRR), het resultaat, de risicogevoeligheid, het kapitaalsbeslag en investeringsperiode verschilt per investeringsstrategie.

Op de volgende pagina's worden de onderdelen (A,B en C) van het afwegingsmodel gepresenteerd die tot stand zijn gekomen naar aanleiding van het theoretisch kader en op basis van feedback van experts verder zijn geoptimaliseerd. In navolging hiervan wil ik het afwegingsmodel en daarmee samenhangende vragen graag voorleggen aan u als investeerder, met als doel de bruikbaarheid ervan te toetsen en te achterhalen wat de afwegingen en investeringsmotieven zijn om voor een bepaalde strategie te kiezen.

## **Nadere definiëring investeringsstrategieën**

Vooruitlopend op de vragen, onderstaand de voor dit onderzoek gehanteerde definities van de drie investeringsstrategieën, om zo begripsverwarring te voorkomen.

### Projectontwikkeling:

- Realisatie van (her)ontwikkelingsprojecten voor eigen rekening en risico, met het oog op verkoop van deze projecten aan beleggers;
- De projecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Voor aankoop van nieuwe grond-/ontwikkelposities is een intentieovereenkomst met de gemeente een minimale vereiste en moet de verwachting reëel zijn dat het project met 2-5 jaar ontwikkeld kan gaan worden.
- De ontwikkelaar verkoopt bij start bouw tegen marktwaarde, realiseert haar (eventuele) rendement en neemt op afscheid van het project. Dit gebeurt als volgt:
  - Het ontwikkelde project en bijbehorende onherroepelijke omgevingsvergunningen worden bij start bouw overgedragen aan een belegger die een Turnkey-Koopovereenkomst (o.b.v. forward funding) tekent met een aannemer.
  - In de ontwerp- en realisatieovereenkomst zullen onder andere het ontwerprisico ter verantwoording bij de aannemer komen.

### Ontwikkelen & beleggen

- Realisatie van (her)ontwikkelingsprojecten voor eigen rekening en risico voor eigen portefeuille;
- De projecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Voor aankoop van nieuwe grond-/ontwikkelposities is een intentieovereenkomst met de gemeente een minimale vereiste en moet de verwachting reëel zijn dat het project met 2-5 jaar ontwikkeld kan gaan worden.
- In de ontwerp- en realisatieovereenkomst zullen onder andere het ontwerprisico ter verantwoording bij de aannemer komen.
- Investeren in een vastgoedobject voor eigen portefeuille, om vanuit de optiek van beleggen uit de exploitatie-opbrengsten en de (eventuele) verkoop opbrengsten te genereren gedurende een periode van ten minste 10 jaar;

### Vastgoedbeleggen

- Investeren in een vastgoedobject, om vanuit de optiek van beleggen uit de exploitatie-opbrengsten en de (eventuele) verkoop opbrengsten te genereren gedurende een periode van ten minste 10 jaar;
- De objecten bestaan uit (midden)huurwoningen en zijn gelegen in Randstadgemeenten in Nederland.
- Aankoop tegen marktwaarde turn-key van de ontwikkelaar (o.b.v. forward funding) structuur;
  - Voorwaarde onherroepelijke omgevingsvergunning en ontwerp- en realisatierisico's bij de aannemer;

## ONDERDEEL A AFWEGINGSMODEL – KENMERKEN

**Toelichting onderdeel A:** de investeerder besluit de volgende investeringsstrategieën af te wegen om in te gaan investeren: projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen, weergegeven van links naar rechts. Voor de beoordeling van de verschillende strategieën zijn aan de hand van literatuuronderzoek tien afwegingscriteria vastgesteld, weergegeven van boven naar beneden. Onderstaande tabel, onderdeel A van het afwegingsmodel geeft een overzicht van de verschillende kenmerken per investeringsstrategie, deze worden hieronder beschreven.

AFWEGINGSCRITERIA (A. KENMERKEN)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>1. Categorie</b>	Opportunistic	Value add	Core
<b>2. Risicoprofiel</b>	Hoog risico, hoog rendement	Gemiddeld/hog risico, gemiddeld/hog rendement	Laag risico, laag rendement
<b>3. Rendementseis</b>	14% +	8% - 11%	5% - 7%
<b>4. Financieringscondities</b>	LTV 0% - 57,5%	LTV 41,5% - 73,5%	LTV 0% - 57,5%
<b>5. Looptijd investering</b>	Korte termijn 3-6 jaar	Kort tot midden 6 – 13 jaar	Lange termijn 10 +
<b>6. Kernactiviteiten</b>	Initiëren & ontwikkelen	Initiëren, ontwikkelen & beheren	Beheren
<b>7. Vastgoedfase</b>	Initiatief & ontwikkeling	Initiatief, ontwikkeling, realisatie & exploitatie	Exploitatie
<b>8. Inkomensstromen</b>	Voornamelijk indirect rendement	Zowel direct- en indirect rendement	Voornamelijk direct rendement
<b>9. Kostenstructuur</b>	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement	Aanschaf positie, ontwikkelmanagement, beheer & onderhoud	Aanschaf gebouw, beheer & onderhoud
<b>10. Risico's</b>	Planontwikkelings-, grondexploitatie-, bouw-, afzet-, ruimtelijke orderings- & politieke risico's	<< >>	Markt-, huurinkomsten-, acquisitie-, politiek-, verhandelbaarheid-, onderhoudskosten- en milieu-, spreiding- of concentratie- & compliance risico's

## ONDERDEEL B AFWEGINGSMODEL – INVESTERINGSKRITERIA

**Toelichting onderdeel B:** de drie investeringsstrategieën (projectontwikkeling, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen) hebben elk specifieke eigenschappen waarmee ze ten opzichte van elkaar verschillen. De eigenschappen per investeringsstrategie moeten mede inzicht geven in welke strategie bij de investeerder past en welke niet. Onderstaand in onderdeel B van het afwegingsmodel een overzicht van de drie investeringsstrategieën afgezet tegen tien investeringscriteria, deze worden hieronder weergegeven.

AFWEGINGSKRITERIA (B. INVESTERINGSKRITERIA)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & VASTGOEDBELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
11. Stabiliteit rendement	-	-	++
12. Risico controle/ invloed	-	o	++
13. Kapitaalsbeslag	++	+	o
14. Hefboomwerking		++	++
15. Financierbaarheid	--		++
16. Managementintensiteit	++	+	o
17. Mate van zeggenschap			
18. Afstootmogelijkheden			++
19. Invloed op plankwaliteit	++	++	o
20. Invloed op duurzaamheid	++	++	+

### Legenda:

De strategie zorgt voor veel (++) of juist geen (--) stabiliteit in rendement. Schaal van 5: -- / - / o / + / ++

## ONDERDEEL C AFWEGINGSMODEL – FINANCIËEL– OP BASIS VAN EEN VOORBEELDCASUS

**Toelichting onderdeel C:** aan de hand van een voorbeeldcasus is een financiële analyse uitgevoerd en uitgewerkt met behulp van een DCF-rekenmodel welke overeenkomt met rekenmethodes die worden behandeld in de literatuur en in de praktijk worden toegepast. De uitgangspunten, aannames en gehanteerde kengetallen (op basis van praktijkcasus Haarlem Schalkwijk) worden gebruikt en onderworpen aan de drie gekozen investeringsstrategieën. In onderstaande tabel, onderdeel C van het afwegingsmodel is geïllustreerd in hoeverre het looptijd rendement IRR (21), het (looptijd)resultaat (22), de risicogevoeligheid (23), het kapitaalsbeslag (24) en investeringsperiode (25) verschilt per investeringsstrategie.

AFWEGINGSCRITERIA (C. FINANCIËEL)	PROJECTONTWIKKELING	ONTWIKKELEN & BELEGGEN	VASTGOEDBELEGGEN
<b>21. Rendement (IRR)</b>	IRR 70% (op basis van forward funding)	IRR 6,5%	IRR 5,5%
<b>22. Nominaal resultaat</b>	EUR 7.150.000 (1 project) EUR 93.000.000 (13 projecten)	EUR 53.000.000	EUR 45.000.000
<b>23. Risicogevoeligheid</b> <i>Totale opbrengsten -10% en kosten +10%</i>	*IRR naar 0% EUR naar min € 4.500.000 EUR naar min € 58.500.000	**IRR naar 3,6% EUR naar € 28.500.000	***IRR naar 3,5% EUR naar €25.000.000
<b>24. Kapitaalsbeslag</b>	EUR 5.500.000 (1 project) EUR 71.500.000 (13 projecten)	EUR 63.000.000	EUR 71.500.000
<b>25. Investeringsperiode</b>	2,5 jaar	15 jaar	10 jaar

*Eigen bewerking, uitgewerkt met behulp van rekenmodel op basis van praktijkcasus woontoren Haarlem Schalkwijk*

*\* Stichtingskosten projectontwikkeling + 10% verkoopopbrengsten projectontwikkeling -10%*

*\*\* Stichtingskosten + 10% / mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%*

*\*\*\* Mutatiegraad + 10% / huurgroei -1% / kostenstijging +1% / exit yield verkoopprijs -10%*

### Nadere toelichting voorbeeld casus Haarlem Schalkwijk

De voorbeeldcasus aan de hand waarvan de bovenstaande financiële analyse (onderdeel C van het model) is uitgevoerd bevindt zich in de Randstadgemeente Haarlem. Deze casus maakt onderdeel uit van een grootschalige vernieuwing van het winkelcentrumgebied in stadsdeel Schalkwijk. Binnen het plangebied “Zuidstrook” richt de analyse zich op het eigendom aan de Europaweg, deelgebied 1. De eigendomspositie biedt op basis van de reeds gesloten ontwikkelovereenkomst met de gemeente ruimte aan een project met een woontoren met circa 220 appartementen, 425 VVO commercieel en 75 parkeerplaatsen. Het woonprogramma bestaat uit 20% sociale woningen, 60% middenhuur woningen en 20% vrije sector woningen. Het totale volume bedraagt 22.000 BVO.



Concept Masterplan: Masterplan in ontwikkeling Masterplan: Impressie “Zuidstrook”

## ALGEMENE VRAGEN AFWEGINGSMODEL

**Vraag 1:** Vindt u het model (bestaande uit onderdeel A, B en C) bruikbaar om als strategisch afwegingskader te gebruiken bij de keuze voor een één van de drie investeringsstrategieën?

1. Onderdeel A / 2. Onderdeel B / 3. Onderdeel C

Toelichting antwoord:

**Vraag 2:** Welk onderdeel van het afwegingsmodel, A, B of C levert naar u mening het meeste inzicht op?

1. A Kenmerken / 2. B Investeringscriteria / 3. C Financieel

Toelichting antwoord:

**Vraag 3:** Wat zijn voor u de top 5 belangrijkste afwegingscriteria die van invloed zijn op de keuze te investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland?

1. / 2. / 3. / 4. / 5.

Toelichting antwoord:

**Vraag 4:** Zijn er afwegingscriteria die volgens u niet of onvoldoende bruikbaar zijn bij de afweging van de verschillende investeringsstrategieën?

**Vraag 5:** Zijn er onderdelen of afwegingscriteria die niet worden behandeld, dan wel onderbelicht zijn naar uw mening?

**Vraag 6:** Heeft u nog op- of aanmerkingen ten aanzien van het afwegingsmodel ter bevordering van de bruikbaarheid ervan in de praktijk?

**Vraag 7:** Heeft u nog op- of aanmerkingen ten aanzien van het afwegingsmodel ter bevordering van de leesbaarheid?

### SPECIFIEKE VRAGEN AFWEGINGSMODEL

**Vraag 8:** Het model is duidelijk en wordt als bruikbaar beschouwd.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 9:** Het model verbetert het inzicht in de eigenschappen en kenmerken van projectontwikkeling, vastgoedbeleggen en combinatie van ontwikkelen en beleggen.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 10:** Het model verbetert het inzicht in de afwegingscriteria voor investeerders die voornemens zijn direct te willen investeren in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 11:** Het model helpt de investeerder bij het vaststellen van de investeringsstrategie en investeringsdoelstellingen.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 12:** Het model geeft investeerders die willen toetreden tot de Nederlandse (huur)woningmarkt inzicht in de investeringsmogelijkheden en een hulpmiddel om goed geïnformeerde besluiten te kunnen maken ten aanzien van de te hanteren investeringsstrategieën.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 13:** De investeerder is dankzij het model beter in staat het risico-rendement profiel van investeringen in de ontwikkeling en/of belegging in nieuwbouw huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland in te schatten.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 14:** Het model verbeterd de communicatie over strategie en investeringsbeslissingen.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 15:** Het model helpt om systematisch tot een betere afweging te komen.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

**Vraag 16:** Het model heeft me nieuwe inzichten opgeleverd.

1	Helemaal oneens (0)	
2	Oneens (3)	
3	Eens (7)	
4	Helemaal eens (10)	

Toelichting antwoord:

#### VRAGEN TEN AANZIEN VAN INVESTERINGSMOTIEVEN

**Vraag 17:** Als u een portefeuille (midden)huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland wilt opbouwen. Wat zijn dan u belangrijkste afwegingen bij de keuze tussen de investeringsstrategie ontwikkelen, ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen?

Noem er tenminste drie.

**Vraag 18:** Als u een portefeuille (midden)huurwoningen in Randstadgemeenten in Nederland wilt opbouwen. Wat zijn dan u belangrijkste investeringsmotieven bij de keuze tussen de investeringsstrategie ontwikkelen & beleggen en vastgoedbeleggen?

Noem er tenminste drie.

**Vraag 19:** Als u uitsluitend vanuit financieel/-rendementsoogpunt zou investeren. Wat zijn dan u belangrijkste afwegingen om voor een bepaalde investeringsstrategie te kiezen?  
Noem er tenminste drie.

**Vraag 20:** Als u zowel vanuit financieel/-rendementsoogpunt en het doel om een woningportefeuille op te bouwen zou investeren. Wat zijn dan u belangrijkste investeringsmotieven om voor een bepaalde strategie te kiezen?  
Noem er tenminste drie.

**Vraag 21:** Zou u andere keuzes maken met betrekking tot u investeringen nu u bekend bent met dit model? En waarom?

**Vraag 22:** Vermogende families hebben vooralsnog maar beperkt positie ingenomen in de ontwikkel- en beleggingsmarkt voor middenhuurwoningen. Hoe komt dat volgens u?

### AFSLUITENDE VRAGEN

**Vraag 23:** Welke optimalisatie zou u doorvoeren in het afwegingsmodel indien er verder onderzoek zou worden gedaan?

**Vraag 24:** Zijn er zaken onbesproken gebleven die relevant zijn voor het onderzoek?

**Vraag 25:** Ingeval er bij de uitwerking van het interview vragen of onduidelijkheden zijn, zou ik dan contact met u mogen opnemen?

Bedankt voor uw deelname aan het interview

