

PRE-BELEGGEN, VOORUITZIEND INVESTEREN IN ONTWIKKELING?



SCRIPTIE

Master of Real Estate 2023-2025

DATUM

28 september 2025

AUTEUR

Tine-Loes Hemmes

BEGELEIDER

Drs. W.J. van der Post

2E LEZER

Drs. J. Schrader MSc MSRE

*Corporate Research Paper in het kader
van de opleiding Master of Real Estate.*



PRE-BELEGGEN, VOORUITZIEND INVESTEREN IN ONTWIKKELING?

De rol van een exploitatiefonds in
het vergroten van leveringszekerheid
van toekomstige ontwikkellocaties.



VOORWOORD

Op de voorpagina van deze scriptie prijkt een foto van de Nettenfabriek in Apeldoorn. Een prachtige plek, midden in de stad en vlak bij het station. Een locatie met enorm potentieel, maar waarvan de ontwikkeling nog wel even op zich laat wachten. In de tussentijd ligt daar die mooie plek, grotendeels onbenut. Voor mij staat dit symbool voor hoe we nu vaak omgaan met bestaand vastgoed: zodra we iets aankopen, willen we het liefst direct beginnen met ontwikkelen. Maar de praktijk is weerbarstig. Procedures, vergunningen en andere omstandigheden zorgen ervoor dat plannen soms jaren op zich laten wachten.

In een krappe markt, met hevige concurrentie en steeds schaarser wordende locaties, richten ontwikkelaars zich logischerwijs op projecten die snel te realiseren zijn. Maar daarmee laten we in mijn ogen kansen liggen. Misschien moeten we het over een andere boeg gooien. Meer lef tonen. De waarde inzien van locaties waar ontwikkeling tijd kost, en die in de tussentijd nog in gebruik zijn. Dat inzicht vormde het startpunt van mijn onderzoek: kan het vroegtijdig verwerven en tijdelijk exploiteren van vastgoed, een instrument zijn om toekomstige ontwikkellocaties te zekeren? En hoe kijkt een familiebedrijf als Dura Vermeer hier tegenaan?

Het onderzoekstraject was dynamisch, met hoogtepunten en momenten dat ik het even niet meer zag zitten. Gelukkig had ik altijd de steun van mijn begeleider, Wim van der Post, die met zijn enthousiasme en scherpe blik mij telkens wist te inspireren om net even anders of dieper te kijken. Het resultaat voelt als een coproductie, en mijn dank voor zijn intensieve begeleiding is dan ook groot. Ook wil ik mijn tweede lezer, Jantine Schrader, bedanken voor de frisse blik waarmee zij nog waardevolle inzichten heeft toegevoegd.

Ik ben Dura Vermeer dankbaar voor de kans om deze opleiding te volgen. Mijn team in Hengelo én in het hele land toonde veel geduld en begrip en stond altijd klaar om mee te denken of advies te geven. Hun enthousiasme en steun hebben een grote bijdrage geleverd aan dit traject. Ik hoop dat de uitkomsten van dit onderzoek onze organisatie inspireren om met de bevindingen aan de slag te gaan.

Tot slot gaat mijn dank uit naar het thuisfront. Jarno, die terwijl ik aan het schrijven was, letterlijk bouwde aan ons nieuwe huis. Hij verraste mij met een geïmproviseerde werkplek in de vorm een kamersteiger, compleet met tafelkleed en mooi uitzicht naar buiten. Zo kon ik schrijven én toch een beetje meegenieten van wat er op de bouwplaats gebeurde.





Een exploitatiefonds kan effectief
bijdragen aan leveringszekerheid
van (toekomstige) ontwikkellocaties.

TINE-LOES HEMMES



MANAGEMENTSAMENVATTING

De vraag naar woningen is in Nederland al jaren groot, terwijl de realisatie achterblijft bij de behoefte. Om aan de opgave te voldoen, zijn ontwikkellocaties nodig. In de huidige markt, waarin het zwaartepunt verschuift naar binnenstedelijke locaties, zijn locaties schaars en is sprake van planologische complexiteit en sterke concurrentie. Traditionele verwervingsstrategieën bieden ontwikkelaars, waaronder Dura Vermeer, onvoldoende leveringszekerheid en bedreigen de continuïteit van de portefeuille.

Dit onderzoek verkent het exploitatiefonds (pre-beleggen): het vroegtijdig verwerven en tijdelijk exploiteren van vastgoed met ontwikkelpotentie, met als doel toekomstige ontwikkellocaties te zekeren. Het fonds voegt een beleggende strategie toe aan de organisatie: een hybride vorm van verticale integratie die tijdelijke exploitatie combineert met strategische voorbereiding op latere ontwikkeling.

Gezien het onderwerp is het onderzoek kwalitatief en exploratief van aard. Theoretische kaders uit de neo-institutionele economie en het strategisch ondernemingsperspectief vormen de basis om verticale integratie te duiden, met focus op vijf kernbegrippen: onzekerheden en risico's, (leverings)zekerheid, transactiekosten, flexibiliteit en continuïteit. Deze begrippen vormden de leidraad in semigestructureerd interviews en een paneldiscussie.

BELANGRIJKSTE BEVINDINGEN

- **Voordelen:** Tijd kopen voor planontwikkeling en planologische procedures door vroegtijdig strategische posities in te nemen. Bijdrage aan de spreiding van risico's in de portefeuille en kasstromen als financieel vangnet. Sterkere uitgangspositie voor ontwikkeling op locaties in stedelijk gebied;
- **Beperkingen:** Hoog kapitaalbeslag en langdurige vastlegging van middelen, beperkte externe financieringsmogelijkheden en de beperkte rendementen;
- **Risico's:** Planologische onzekerheid, afhankelijkheid van politiek beleid, bezwaren en juridische procedures, bestaande huurstructuren, risico's bij tijdelijk beheer en het spanningsveld tussen beleggen en ontwikkelen, waarbij belangen kunnen conflicteren;
- **Lessen uit de praktijk:** De tijdelijke exploitatiefase duurt vaak langer dan verwacht en tijdelijk vastgoedbeheer vraagt specialistische kennis. Onderhandelingen en bestuurlijke afstemming worden vaak onderschat. Flexibiliteit in afspraken is cruciaal, omdat plannen veranderen;
- **Randvoorwaarden:** Een solide structuur, met duidelijke strategische kaders met ontwikkeling als leidend doel. Scheiding van rollen tussen exploitatie en ontwikkeling, waarbij het tijdelijk beheer professioneel wordt ingericht.

Het principe van pre-beleggen kent een spanningsveld: het biedt ontwikkelaars vroegtijdig grip op locaties en planvorming en creëert tijd om procedures zorgvuldig te doorlopen. Tegelijkertijd is de onzekerheid over planologische besluitvorming, haalbaarheid en doorlooptijd groter naarmate eerder wordt ingestapt. De wens om deze onzekerheid te reduceren leidt vaak tot het verlangen naar meer planologische zekerheid vooraf, wat de transactiekosten en aankooprijzen verhoogt. Daarmee dreigt juist het strategische voordeel van vroeg instappen (pre-beleggen) te verdwijnen.

Een exploitatiefonds kan de strategie van Dura Vermeer versterken als aanvullend instrument:

- Start met een 'virtueel' fonds (zonder aparte juridische entiteit) met een eigen budget, duidelijke spelregels en meetbare doelen;
- Beheer middels centraal assetmanagement, met propertymanagement door externe partijen;
- Financiering met eigen vermogen, gescheiden van het reguliere investeringsprofiel;
- Overweeg samenwerking met strategische partners om risico's en investeringen te delen;
- Een pilotfonds van circa €50 miljoen wordt aanbevolen om het concept te testen.

CONCLUSIE

Een exploitatiefonds kan effectief bijdragen aan leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties. Het vraagt om strakke governance, professioneel beheer en duidelijke positionering als ontwikkelinstrument. Zo koopt Dura Vermeer niet alleen ruimte in een krappe markt, maar ook flexibiliteit om kansen op het juiste moment te benutten. En dat is essentieel voor de langetermijncontinuïteit van de organisatie.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	04
Managementsamenvatting	06
Inhoudsopgave	08

01. Inleiding

1.1 Aanleiding	10
1.2 Probleemstelling	10
1.3 Doelstelling en centrale vraag	12
1.4 Onderzoeksvraag	12
1.5 Onderzoeksmethode en onderzoeksmodel	12
1.6 Maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie	13
1.7 Leeswijzer	13

02. Theoretische aspecten van verticale integratie: transactiekosten en strategie

2.1 Verticale integratie: een theoretische conceptualisering	15
2.2 Conceptualisering verticale integratie: een integraal perspectief?	16
2.3 Drijfveren verticale integratie	17
2.4 Samenvattend overzicht kernbegrippen uit de theorie	18
2.5 Conceptueel raamwerk verticale integratie	19

03. Verticale integratie geprojecteerd op het vastgoedontwikkelingsproces

3.1 Het vastgoedontwikkelingsproces	21
3.1.1 Grondverwerving als startpunt van de waardeketen	21
3.1.2 Het ontwikkelrecht als afhankelijke van verwerving	22
3.1.3 Beleggen als sluitstuk in de waardeketen	22
3.1.4 Tot slot	23
3.2 Kernbegrippen verticale integratie geprojecteerd op het vastgoedontwikkelingsproces	23
3.2.1 Onzekerheden en risico's in het vastgoedontwikkelingsproces	23
3.2.2 Zekerheden in het vastgoedontwikkelingsproces	24
3.2.3 Transactiekosten in het vastgoedontwikkelingsproces	24
3.2.4 Flexibiliteit in het vastgoedontwikkelingsproces	25
3.2.5 Continuïteit in het vastgoedontwikkelingsproces	25
3.2.6 Verticale integratie als strategisch antwoord	25
3.3 Integratie van ontwikkelaars over de waardeketen	25
3.4 Pre-beleggen als vorm van verticale integratie	27
3.4.1 Beleggen in gronden als variant van pre-beleggen	27
3.4.2 Vergelijking vormen van beleggen	27
3.5 Conclusie	29
3.6 Overgang naar de empirie	29

04. Onderzoekskader

4.1 Onderzoeksthema's en kernbegrippen	31
4.2 Kernbegrippen vertaald naar de vastgoedpraktijk	31
4.3 Onderzoeksmethode	32
4.3.1 Semigestructureerde interviews	32
4.3.2 Paneldiscussie	34
4.3.3 verwerking en analyse	34

05. Empirische analyse en toepassing op organisatie

5.1 Uitkomsten per kernbegrip	36
5.1.1 Onzekerheden en risico's van pre-beleggen	36
5.1.2 (Leverings)zekerheid	38
5.1.3 Transactiekosten	39
5.1.4 Flexibiliteit	40
5.1.5 Continuïteit	40
5.1.6 Conclusie	40
5.2 Samenvatting van de resultaten per thema	42
5.2.1 Positionering pre-beleggen ten opzichte van andere strategieën	42
5.2.2 Waargenomen voordelen, beperkingen en risico's	45
5.2.3 Lessen uit de praktijk	46
5.3 Verschillende perspectieven op pre-beleggen	47
5.4 Organisatie-analyse: strategische en organisatorische doorvertaling	47
5.4.1 Randvoorwaarden voor een exploitatiefonds	47
5.4.2 Strategische en organisatorische inpassing binnen Dura Vermeer	48
5.5 Conclusie	50

06. Conclusie

6.1 Beantwoording centrale onderzoeksvraag	52
6.2 Managementaanbevelingen	53
6.3 Methodologische reflectie	54
6.4 Inhoudelijke reflectie	55
6.5 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek	56

Bijlagen

Literatuurlijst	58
Bijlage 1 – gespreksleidraad interviews	60
Bijlage 2 – Leidraad paneldiscussie	62
Bijlage 3 – Codeboek interviews	63
Bijlage 4 – Codeboek paneldiscussie	64
Separate bijlage – Transcripten interviews	-
Separate bijlage – Transcript paneldiscussie	-

HOOFDSTUK:

1.

INLEIDING

01. INLEIDING

1.1 Aanleiding

De vraag naar extra woningen is in Nederland onverminderd hoog, terwijl de realisatie van het aantal woningen al jarenlang achterblijft op de behoefte (Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening, 2024). De realisatie van deze woningen is in belangrijke mate een activiteit van private vastgoedontwikkelaars die verschillende strategieën hanteren om tot ontwikkeling te komen (Peek & Gehner, 2018).

Dura Vermeer is een van deze woningontwikkelaars en behoort al jarenlang tot de top 50 woningontwikkelaars in Nederland (PropertyNL, 2024). Bovendien heeft Dura Vermeer een ambitieuze groeistrategie vastgesteld die goed aansluit bij de behoefte naar meer woningen in Nederland (Van Enk, 2025). De komende jaren wil zij het aantal woningverkoop (vrije sector, middensegment en betaalbaar segment) verdubbelen van 1.250 woningen per jaar naar 2.500 woningen per jaar (Dura Vermeer Groep NV, 2024).

Om deze groeiambitie te realiseren, is voldoende plancapaciteit in de vorm van ontwikkellocaties essentieel. Gezien de relatief lange doorlooptijden en mogelijke vertragingen, zoals de actuele stikstofproblematiek en bezwaartrajecten, is het noodzakelijk om meer toekomstige plancapaciteit te creëren dan het aantal woningen dat jaarlijks verkocht moet worden.

Locaties om deze woningen op te kunnen realiseren zijn echter schaars. Veel gronden 'in het groen' zijn al in handen van marktpartijen (Monster, 2022). En bouwen 'in het groen' wordt door uitdagingen rondom stikstof en netcongestie nog uitdagender dan het planologisch al was. Gemeenten en corporaties bezitten bovendien minder woningbouwgrond, terwijl locaties in het bezit van de Rijksoverheid maar in beperkte mate geschikt zijn voor woningbouw (Jonkman et al., 2024).

Om ontwikkellocaties veilig te stellen, hebben ontwikkelaars de afgelopen decennia verschillende strategieën toegepast. Voorbeelden hiervan zijn het verwerven van (landbouw)grond ('in het groen') of vastgoed met herontwikkelpotentieel (strategische verwerving), het ontwikkelen van marktgerichte concepten zoals gestandaardiseerde woningen (conceptontwikkeling) en het deelnemen aan tenders voor (her)ontwikkeling door gemeenten of eigenaren (ontwikkelcompetitie) (Peek & Gehner, 2018).

Deze strategieën worden gekozen op basis van kansen op ontwikkeling en voordelen die voortkomen uit specifieke kenmerken van de locatie of situatie. De afgelopen jaren zijn de omstandigheden echter aanzienlijk veranderd. Door strengere regelgeving (zoals het Didam-arrest),

toenemende concurrentie, netcongestie en stikstofproblematiek bieden de traditionele strategieën niet altijd meer voldoende leveringszekerheid of schaalgrootte om de gewenste groei te realiseren en bedreigen de continuïteit van de ontwikkelportefeuille. Bovendien verschuift het zwaartepunt van de woningbouwopgave steeds meer naar binnenstedelijke, vaak complexere locaties, die vragen om andere vormen van verwerving en fasering.

In reactie op deze ontwikkelingen wordt gezocht naar aanvullende strategieën om ontwikkelcapaciteit veilig te stellen. Een mogelijke richting is het nog eerder investeren in bestaande objecten met lopende of potentiële exploitatie. Waar de ontwikkelaanpak zich de afgelopen decennia al verbreedde van uitsluitend uitleglocaties naar ook binnenstedelijke en meer complexe locaties, kan een volgende stap zijn om te investeren in locaties die tijdelijk geëxploiteerd kunnen worden, met het oog op latere herontwikkeling.

Door dergelijke locaties te clusteren in een zogenaamd exploitatiefonds, kunnen locaties vroegtijdig worden geborgd en tijdelijk worden benut, totdat herontwikkeling mogelijk wordt. Daarmee zou, naast ontwikkelen en bouwen, ook een beleggende strategie worden toegevoegd aan de activiteiten van Dura Vermeer om toekomstige ontwikkelcapaciteit te waarborgen.

1.2 Probleemstelling

Het huidige beleid van ontwikkelaar Dura Vermeer is erop gericht om aangekochte locaties binnen 5 jaar na verwerving tot realisatie te brengen. Tegelijkertijd is de beschikbare investeringsruimte voor grondverwerving begrensd. Door deze combinatie van tijdsdruk en kapitaalrestricties ontstaat het risico dat de toevoer van nieuwe ontwikkelposities onvoldoende is om de beoogde groei te realiseren.

Bovendien sluit deze aanpak steeds minder aan bij de actuele ontwikkelopgave. De toegenomen complexiteit van binnenstedelijke ontwikkeling en de onzekerheden rondom vergunningverlening, bijvoorbeeld als gevolg van stikstofbeperkingen en bezwaren uit de omgeving, vragen juist om meer flexibiliteit, een langere adem en andere vormen van strategisch voorraadbeheer. Dit versterkt de relevantie van een alternatieve strategie zoals een exploitatiefonds, waarmee posities met (tijdelijke) exploitatie verworven en beheerd kunnen worden tot (her)ontwikkeling mogelijk is.

Dura Vermeer heeft momenteel onvoldoende inzicht in de kansen die een dergelijk exploitatiefonds kan bieden als middel om plancapaciteit op te bouwen en zo de groeiambities structureel te ondersteunen. Ook ontbreekt

01. INLEIDING

er kennis over de inrichting en de bijbehorende risico's van een eigen exploitatiefonds. Een beweging richting vastgoedbeleggingen voor een exploitatiefonds, als vorm van verticale integratie, betekent een wezenlijke verbreding van de huidige focus op ontwikkeling en bouw.

De bestaande academische literatuur richt zich niet specifiek op exploitatiefondsen zoals hier bedoeld. Wel zijn er de afgelopen jaren studies uitgevoerd naar de oprichting en inrichting van woonfondsen door ontwikkelaars, zoals het onderzoek van Noordeloos (2021) naar een revoluerend woonfonds met maatschappelijk rendement, en Schimmel (2016) naar het gebruik van een eigen woonfonds voor financieel voordeel. Ook Bol (2021) beschrijft een woonfonds voor betaalbare huurwoningen in Rijswijk-Buiten, waar Dura Vermeer bij betrokken was. Deze fondsen verschillen echter van het hier beoogde exploitatiefonds: zij richten zich op woningen met een lange beleggingshorizon, terwijl het voorgestelde model ook kortlopende of flexibele exploitatieduren kan omvatten en zich niet beperkt tot woningbouw. Het fonds kan ook andere typen objecten omvatten, zoals commercieel, maatschappelijk of gemengd vastgoed, mits deze posities op termijn ontwikkelpotentieel hebben.

De literatuur over ontwikkelstrategieën maakt onderscheid tussen aanbod- en vraag gestuurde benaderingen (Peek & Gehner, 2018; Uittenbogaard & Veldman, 2013). Tot de aanbod gestuurde strategieën behoren onder meer strategische verwerving (grond of vastgoed met herontwikkelpotentieel), conceptontwikkeling ('concept zoekt locatie') en deelname aan ontwikkelcompetities. Vraag gestuurde strategieën richten zich op gebruiker

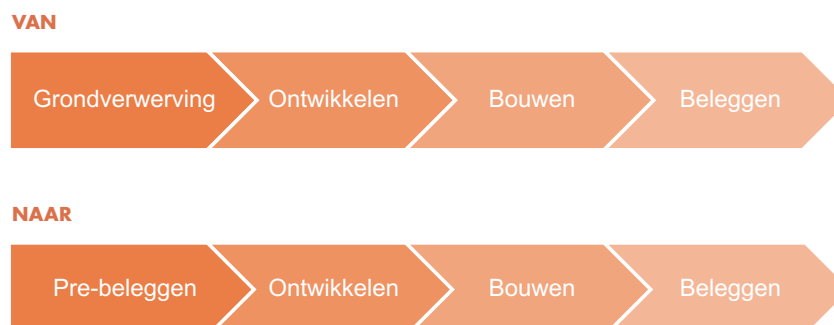
gedreven ontwikkeling, waarbij respectievelijk gebruikers of beleggers het initiatief vormen. Deze strategieën veronderstellen doorgaans een klassieke volgorde in de ontwikkelketen: eerst verwerven, dan ontwikkelen, dan bouwen en pas daarna beleggen.

Het voorgestelde exploitatiefonds wijkt hiervan af, door de beleggingsfase bewust naar voren te schuiven in het proces. Dit brengt nieuwe risico's, afwegingen en organisatorische vraagstukken met zich mee, die in de bestaande literatuur nog nauwelijks zijn onderzocht.

Literatuur over verticale integratie bij vastgoedontwikkelaars is schaars. Nozeman en Dorenbos (2007) beschrijven structuur en strategie van ontwikkelaars in bredere zin. Meijer & Buitelaar (2023) gaan expliciet in op strategische keuzes met betrekking tot verticale integratie (waarbij meerdere stappen binnen één organisatie worden uitgevoerd) en verticale desintegratie (waarbij delen van het proces worden uitbesteed).

Dit onderzoek positioneert het exploitatiefonds, ook wel aangeduid met de term 'pre-beleggen', als een alternatieve vorm van strategisch voorraadbeheer aan het begin van de waardeketen, dus pre-ontwikkeling: het beleggen in vastgoed met een lopende exploitatie, met als doel toekomstige ontwikkellocaties veilig te stellen, zie figuur 1. Pre-beleggen onderscheidt zich nadrukkelijk van traditioneel beleggen, dat gericht is op waardegroei over een lange termijn. Vanwege het exploratieve karakter van dit onderwerp ontbreekt het tot op heden aan kennis over de inrichting, looptijd, kansen en risico's van deze strategie.

Figuur 1: Beleggen als startpunt van de waardeketen



01. INLEIDING

1.3 Doelstelling en centrale vraag

Het doel van het onderzoek is inzicht te verkrijgen in de vraag in hoeverre een exploitatiefonds kan bijdragen aan het vergroten van het aandeel (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer, en aan welke kaders en randvoorwaarden dit fonds zou moeten voldoen. Tegelijkertijd dienen de risico's van een dergelijk fonds te worden onderzocht.

Het uiteindelijke doel is om tot een onderbouwd advies te komen over het wel- of niet oprichten van een exploitatiefonds voor Dura Vermeer en onder welke voorwaarden en risico's dit haalbaar zou zijn.

1.4 Onderzoeksvraag

Hoe kan een exploitatiefonds bijdragen aan de leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer?

De onderzoeksvraag is uitgewerkt in deelvragen. Een deel van deze vragen wordt behandeld middels het theoretisch kader, een deel vanuit het empirisch onderzoek.

Theorie - Verticale integratie en exploitatiefonds

- Wat is verticale integratie en hoe wordt dit conceptueel/theoretisch gedefinieerd?
- Welke overwegingen spelen een rol bij de keuze voor verticale integratie binnen het vastgoedontwikkelingsproces?
- Welke vormen van verticale integratie zijn er binnen vastgoedontwikkeling en hoe kan het exploitatiefonds hierin worden gepositioneerd?

Praktijk - Beoordeling vanuit de vastgoedpraktijk

- Hoe verhoudt een exploitatiefonds zich tot andere strategieën voor het verwerven van ontwikkellocaties?
- Welke voordelen, beperkingen en risico's worden gezien bij het gebruik van een exploitatiefonds door ontwikkelaars?
- Welke lessen worden in de praktijk getrokken uit ervaringen met pre-beleggen als strategie voor locatieverwerving?

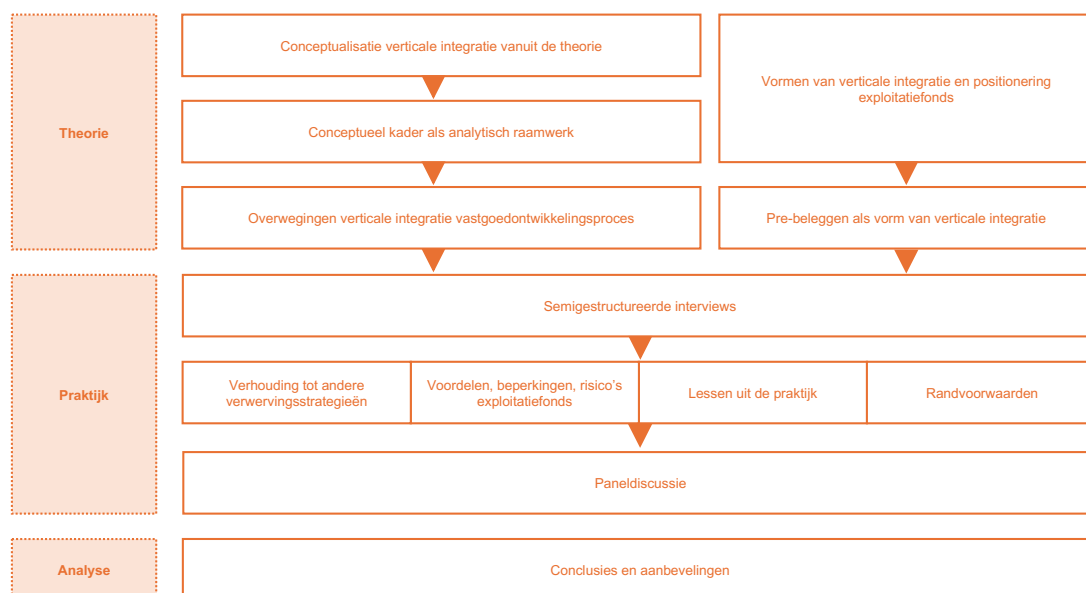
Analyse - Strategische inrichting en doorvertaling

- Onder welke voorwaarden zou een exploitatiefonds een bruikbaar instrument kunnen zijn voor Dura Vermeer?
- Hoe kan een exploitatiefonds binnen Dura Vermeer worden ingericht en gepositioneerd om bij te dragen aan haar groeidoelestellingen?
- Welke organisatieaanpassingen vraagt het opzetten en beheren van een exploitatiefonds?

1.5 Onderzoeksmethode en onderzoeksmodel

Het principe van pre-beleggen middels een exploitatiefonds betreft een relatief nieuw concept, dat in de praktijk al in zekere mate wordt toegepast door ontwikkelaars en beleggers, bewust of onbewust. In de specifieke vorm die in dit onderzoek wordt onderzocht, is het echter nog niet eerder toegepast. Vanwege het verkennende karakter van dit onderwerp is daarom gekozen voor een kwalitatief en exploratief onderzoeksontwerp, waarin theorie en praktijk met elkaar worden verbonden. Het theoretisch kader is opgebouwd via literatuuronderzoek, de empirische component bestaat uit semigestructureerde interviews en een paneldiscussie met interne functionarissen. Het onderzoek kent drie opeenvolgende fasen, zie figuur 2.

Figuur 2: Onderzoeksmodel



01. INLEIDING

Theoretisch onderzoek

In de eerste fase wordt verticale integratie geconceptualiseerd en theoretisch onderbouwd aan de hand van relevante literatuur. Op basis van dit onderzoek zal een analytisch raamwerk worden ontwikkeld dat als leidraad dient voor verdere analyse. Dit raamwerk wordt gebruikt om theoretische overwegingen rondom verticale integratie bij vastgoedontwikkelaars verder te duiden en geeft richting aan het empirisch onderzoek.

Empirisch onderzoek

In de tweede fase worden semigestructureerde interviews afgenomen met externe experts uit de vastgoedpraktijk. Daarnaast zal een paneldiscussie met sleutelfunctionarissen van Dura Vermeer worden ingezet voor verdere dataverzameling.

In beide vormen van dataverzameling zal het eerder ontwikkelde raamwerk worden ingezet om de theoretische inzichten te toetsen en door te vertalen naar de praktijk, met specifieke aandacht voor pre-beleggen als strategische invulling van verticale integratie. De theorie en praktijk worden met elkaar vergeleken om te bekijken wat overeenkomt, waar spanningen zitten en hoe de inzichten kunnen worden toegepast.

Advies en aanbevelingen

In de laatste fase van het onderzoek worden de resultaten vertaald naar concrete aanbevelingen voor Dura Vermeer. Daarbij zal specifiek aandacht worden besteed aan de strategische en organisatorische voorwaarden waaronder een exploitatiefonds effectief kan bijdragen aan de levenszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties.

1.6 Maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie

Maatschappelijke relevantie

De vraag naar woningen blijft onverminderd groot, terwijl de realisatie van nieuwe woningen achterblijft. De toenemende complexiteit van de woningmarkt in Nederland vergroot de roep om andere verwervings- en ontwikkelstrategieën. Pre-beleggen middels een exploitatiefonds biedt mogelijk een kansrijk alternatief op de klassieke strategieën van ontwikkelaars. Juist ten tijde van stikstofuitdagingen en een opgave die in belangrijke mate binnenstedelijk moet worden gerealiseerd lijkt het borgen van ontwikkellocaties middels exploitatievastgoed een potentieel relevante strategie. Dit onderzoek beoogt bij te dragen aan het verkrijgen van inzicht in hoeverre een exploitatiefonds kan bijdragen aan het vergroten van ontwikkelcapaciteit voor ontwikkelaars, en daarmee aan een meer continue en voorspelbare realisatie van woningbouwlocaties.

Wetenschappelijke relevantie

Er is vrijwel geen literatuur beschikbaar over het type exploitatiefonds dat in dit onderzoek centraal staat. Bestaande onderzoeken richten zich voornamelijk op traditionele ontwikkelstrategieën of woonfondsen met een langere exploitatieduur. Dit onderzoek introduceert het begrip 'pre-beleggen' als nieuw perspectief binnen de wetenschappelijke literatuur over strategische locatieverwerving. Het concept wordt benaderd vanuit organisatie-theorie en geanalyseerd als mogelijke strategie om toekomstige ontwikkellocaties veilig te stellen. Hoewel dit onderzoek is uitgevoerd binnen de context van een ontwikkelende bouwer (Dura Vermeer), lijken de uitkomsten relevant in een breder perspectief voor andere typen ontwikkelaars.

1.7 Leeswijzer

In dit hoofdstuk zijn de aanleiding, probleemstelling, doelstelling en centrale onderzoeksvraag uiteengezet. Ook is de onderzoeksmethode toegelicht en zijn de maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie van het onderwerp benoemd.

Hoofdstuk 2 behandelt het theoretisch kader rondom verticale integratie, vanuit de neo-institutionele economie en het strategisch ondernemingsperspectief. Deze theorieën worden samengebracht in een analytisch kader met vijf kernbegrippen: onzekerheden en risico's, zekerheid, transactiekosten, flexibiliteit en continuïteit. Dit kader wordt in hoofdstuk 3 toegepast op het vastgoedontwikkelingsproces. Hierin wordt pre-beleggen middels een exploitatiefonds gepositioneerd als vorm van verticale integratie en mogelijke strategie voor het vergroten van ontwikkelcapaciteit.

Hoofdstuk 4 beschrijft de opzet van het empirisch onderzoek, bestaande uit semigestructureerde interviews en een paneldiscussie. De kernbegrippen worden geoperationaliseerd en gebruikt als kapstok voor de analyse en er worden onderzoeksthema's geformuleerd. Tevens wordt de wijze van dataverzameling toegelicht.

In hoofdstuk 5 worden de onderzoeksresultaten besproken. Eerst worden de bevindingen geanalyseerd aan de hand van de kernbegrippen en vervolgens per onderzoeksthema. Tot slot wordt op basis van de paneldiscussie verkend in hoeverre en onder welke voorwaarden een exploitatiefonds binnen Dura Vermeer toepasbaar is.

In hoofdstuk 6 wordt de centrale onderzoeksvraag beantwoord. Daarnaast bevat dit hoofdstuk managementaanbevelingen, een methodologische en inhoudelijke reflectie en suggesties voor vervolgonderzoek.

HOOFDSTUK:

2.

THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE.

In dit hoofdstuk wordt de theoretische onderbouwing van verticale integratie uiteengezet vanuit twee perspectieven: het economische organisatieperspectief van de neo-institutionele economische theorie (NIE) en het strategisch ondernemingsperspectief. Het hoofdstuk sluit af met een conclusie en een selectie van de relevante variabelen voor verdere analyse in het licht van deze company research paper (CRP).

02. THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE

2.1 Verticale integratie: een theoretische conceptualisering

Verticale integratie is een strategisch instrument dat veelvuldig besproken wordt binnen de literatuur. Grofweg kunnen twee benaderingen worden onderscheiden: I) een fundamenteel economische organisatiebenadering, gericht op transactiekosten en II) het strategisch ondernemingsperspectief.

Neo-institutionele economische organisatiebenadering

De neo-institutionele economische theorie (NIE) heeft als doel om de optimale organisatievorm van economisch handelen vast te stellen (Ter Bogt, 1998). Waarbij optimaal wordt vertaald als maximaal economisch efficiënt. 'Het uitgangspunt is dat de vormgeving van een organisatie – zoals verticale integratie – en het economisch functioneren elkaar wederzijds beïnvloeden' (Ter Bogt, 1998, p. 663). Het niveau van analyse van de NIE is de transactie. Als vraag en aanbod samenkomen en actoren overeenstemming over de prijs krijgen, ontstaat een overdracht van een goed of dienst van aanbieder naar vrager in ruil voor een waardestrom die omgekeerd zal lopen (Van der Post, 2006).

De NIE bekijkt de vormgeving van deze transacties vanuit een breed perspectief, waarbij economisch gedrag, regelgeving en structurerende kaders de mate van efficiëntie beïnvloeden. Dit brede uitgangspunt van analyse onderscheidt de neo-institutionele economie van het traditionele neoklassieke denken in de economische wetenschap (Williamson, 1979). Deze laatste stroming gaat uit van een perfecte economische context waarbij actoren rationeel handelen, er sprake is van volledige informatie en markten perfect functioneren (Marquard & Van der Post, 2020). Gedreven door winstmaximalisatie zijn transacties decentraal georganiseerd vanuit het prijsmechanisme (Smith, 1904).

De NIE stelt deze neoklassieke assumpties ter discussie (Coase, 1937):

- Actoren handelen niet rationeel;
- Er is geen sprake van volledige informatie;
- Waardoor er wel sprake is van transactiekosten.

Door onvolledige informatie moeten economische actoren omgaan met onzekerheden, niet alleen tijdens de totstandkoming van de transactie, maar ook in een (lange) periode daarna (Williamson, 2000). Dit betekent dat het complex is om een ideale prijs vast te stellen en actoren risico's lopen na de totstandkoming van een transactie. Een voorbeeld van deze onzekerheden in een ontwikkelcontext is de aankoop van een vervallen industrieel complex door een ontwikkelaar met als doel hier woningen te gaan ontwikkelen. Is er sprake van vervuiling in de grond? Is er sprake van asbest in de opstallen? Zijn er soorten

aanwezig die extra zorg behoeven in het kader van flora en fauna wetgeving? Is de gemeente bereidwillig een vergunning voor wonen te verlenen? Et cetera. De ontwikkelaar heeft dus te maken met onzekerheden en moet binnen die context tot een optimale prijsvaststelling komen afhankelijk van zekerheden en over te blijven risico's. De kosten om informatie te vinden en zekerheden te creëren worden gedefinieerd als transactiekosten.

Coase (1937) introduceerde het idee dat optimale instituties bestaan, en een bijdrage leveren, om transactiekosten te vermijden (en kosten te verlagen). Williamson (1985) werkte dit verder uit tot de transactiekostentheorie, waarin wordt gesteld dat het tot stand brengen van een transactie binnen onzekerheden moeite, tijd en geld kost. Er is onzekerheid over of de andere partij levert wat beloofd is, of over toekomstige omstandigheden zoals de totstandkoming van een benodigde bestemmingsplanwijziging. Transactiekosten ontstaan als een vergoeding om met die onzekerheid om te gaan. Hoe meer zekerheid van informatie, hoe lager transactiekosten en hoe efficiënter een transactie tot stand kan komen. Transactiekosten zijn dus vervolgens bepalend voor de keuze van de inrichting van een transactie, zoals de keuze tussen het uitbesteden van activiteiten via de markt of het intern organiseren daarvan.

Vanuit een (neo-institutionele) economische invalshoek is verticale integratie dus nauw verbonden met de theorie van transactiekosten. Verticale integratie wordt hierbij opgevat als het 'intern organiseren van transacties', in plaats van deze via de markt in te kopen (Perry, 1989). Door transacties intern te organiseren kan een deel van de onzekerheid van informatie worden weggenomen, waardoor hoge transactiekosten (al dan niet ten dele) kunnen worden vermeden.

De relatie die de NIE legt tussen de vormgeving van organisaties en het economisch functioneren geeft helder het belang weer van een optimale inrichting van transacties en organisaties: zonder het streven naar optimalisatie staat het voortbestaan van ondernemingen op het spel. Wanneer transactiekosten te hoog worden of genomen risico's te groot blijken kan een onderneming ten onder gaan. De tweede theoretische benadering neemt dit laatste als uitgangspunt voor verdere verdieping.

Strategisch ondernemingsperspectief

Porter (1980) beschrijft verticale integratie als het uitbreiden van de bedrijfsactiviteiten in voorwaartse of achterwaartse richting in de waardeketen met als doel concurrentievoordeel te behalen. Johnson et al. (2008) definiëren verticale integratie als het ontwikkelen van activiteiten op eerdere of latere schakels in de waardeketen, in het kader van ondernemingsstrategie. Fiet (2025)

02. THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE

omschrijft verticale integratie als het eigendom of de controle over upstream- en downstreamactiviteiten in de supply chain.

Binnen dit ondernemingsperspectief staat het streven naar strategische voordelen centraal, zoals het beheersen van toeleveringsrisico's, verbeteren van coördinatie, en verhogen van marges. Verticale integratie kan bovendien worden ingezet als strategisch antwoord op krachten die de winstgevendheid van een onderneming bedreigen, zoals beschreven in het vijfkrachtenmodel van Porter (2008). Door bijvoorbeeld achterwaarts te integreren kan een onderneming haar afhankelijkheid van leveranciers verkleinen en hun onderhandelingsmacht verminderen. Voorwaartse integratie kan juist de macht van afnemers beperken. Daarnaast kan verticale integratie toetredingsbarrières verhogen voor potentiële nieuwkomers, de dreiging van substituten reduceren door betere controle over productkwaliteit en distributie, en de concurrentiepositie verstevigen ten opzichte van bestaande rivalen. Op deze manier draagt verticale integratie bij aan het versterken van de concurrentiekracht binnen de bedrijfstak.

2.2 Conceptualisering verticale integratie: een integraal perspectief?

De behandelde theoretische concepten van verticale integratie analyseren twee deels overlappende gebieden. Waar de NIE kijkt naar de brede context van de inrichting van een onderneming in het licht van transactiekosten en onzekerheid, gaan de theorieën uit het ondernemingsperspectief (zoals verwoord door o.a. Porter) juist dieper in op de strategische keuzes binnen de onderneming ter versterking van de concurrentiepositie.

Ze komen integraal samen in het uitgangspunt vanuit de NIE dat informatie altijd onvolledig is, wat leidt tot onzekerheid en daarmee tot ondernemingsrisico. Deze onzekerheid dwingt ondernemingen tot het maken van strategische keuzes om risico's te beheersen. Verticale integratie kan daarbij dienen als instrument om grip te krijgen. Beide theoretische concepten zijn het ook eens over het waarom en het belang daarvan. De optimale inrichting van een onderneming is essentieel en verticale integratie kan een essentiële strategie zijn in het voortbestaan van ondernemingen. De uitvoering van deze optimale strategie wordt ondersteund door instituties. Het voorbeeld uit box 1 maakt dit verder duidelijk.

Porter verfijnt het strategisch belang van verticale integratie verder, door te benadrukken dat het niet alleen bijdraagt aan het beheersen van risico's, maar ook aan het waarborgen van continuïteit binnen de toeleveringsrelatie.

Voorbeeld grondverwerving

Een onderneming wil zekerheid over de levering van grond om toekomstige bouwproductie te garanderen. In werkelijkheid is deze zekerheid er niet: gezien het feit dat er altijd sprake is van onvolledige informatie, nu en in de toekomst.

Een onderneming loopt bij het uitvoeren van haar activiteiten dus risico's. Deze risico's wil een onderneming graag zo beperkt mogelijk houden, of de eventuele gevolgen van risico's zoveel mogelijk beperken.

Daarvoor gebruikt een onderneming een bepaalde ondernemingsstrategie, zoals verticale integratie. Op die manier kan de leveringszekerheid van grond mogelijk worden vergroot en toekomstige projecten gegarandeerd. In het verlengde daarvan kunnen ondernemingen optimale instituties gebruiken om de impact van risico's te beperken. Er kan bijvoorbeeld ingezet worden op uitstel van de levering tot het moment van bestemmingswijziging.

Box 1: Voorbeeld grondverwerving

Door integratie kunnen processen worden verbeterd, kosten worden verlaagd en marges worden vergroot. Daarmee is verticale integratie niet slechts een reactie op onzekerheid, maar ook een proactieve strategie ter versterking van een onderneming.

Meijer & Buitelaar (2023) vatten de beide benaderingen samen in één integrale definitie:

'Verticale (des)integratie verwijst naar de strategie van een onderneming om opeenvolgende activiteiten van het productieproces binnen het bedrijf te combineren, met als doel de output van de eerste fase te gebruiken als input voor de daaropvolgende fase.'

Wat in deze definitie echter ontbreekt is het overkoepelende doel van deze strategie: het streven naar maximale economische efficiëntie. Door dit expliciet toe te voegen ontstaat de conceptualisering van verticale integratie voor dit onderzoek:

'Verticale (des)integratie verwijst naar de strategie van een onderneming om opeenvolgende activiteiten van het productieproces binnen het bedrijf te combineren, met als doel de output van de eerste fase te gebruiken als input voor de daaropvolgende fase, teneinde maximaal economisch efficiënt te opereren.'

02. THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE

2.3 Drijfveren verticale integratie

De conceptualisering van verticale integratie laat in beide theoretische benaderingen zien dat zekerheid en risico de centrale drijfveren vormen voor het al dan niet integreren van opeenvolgende activiteiten in de keten. Verticale integratie is daarmee zowel een reactie op onzekerheid als een strategisch instrument om meer grip te krijgen op kritieke schakels in het productieproces.

Waar de NIE onzekerheid en bijbehorende transactiekosten beschouwt als een structureel gegeven, biedt verticale integratie een manier om transactiekosten te beperken en zo de organisatie I) efficiënter in te richten, waardoor II) meer zekerheid in het bedrijfsproces kan worden gerealiseerd, nauw verbonden met Porter's continuïteit van een onderneming. Zekerheid wordt in het geval van verticale integratie dus gecreëerd via een meer optimale institutionele inrichting middels interne organisatievormen. Deze verminderen de afhankelijkheid van externe partijen. Vanuit het strategisch ondernemingsperspectief fungeert verticale integratie dan als middel om de strategische kwetsbaarheid te reduceren. Zekerheid betekent in deze context: controle verkrijgen over kritieke schakels in de waardeketen om de concurrentiepositie te versterken.

Op deze wijze wordt benadrukt dat strategische interventies, om de risico's van externe krachten die de winstgevendheid van ondernemingen bedreigen te reduceren, een expliciete bijdrage leveren aan het voortbestaan van een onderneming.

Zie figuur 3 voor een samenvatting van de begrippen zekerheid en risico vanuit beide perspectieven.

Het streven naar economisch efficiënt opereren kan vanuit beide theoretische stromingen worden verklaard. Binnen de NIE is efficiëntie het resultaat van het reduceren van transactiekosten, door bijvoorbeeld onzekerheid te

beperken. Vanuit het strategisch ondernemingsperspectief is efficiëntie juist verbonden aan het versterken van de concurrentiepositie en het maximaliseren van waarde, onder meer door het verbeteren van coördinatie, het vergroten van controle over toelevering en het verhogen van marges. In deze integrale benadering komt verticale integratie dus naar voren als een strategische keuze die zich bevindt op het snijvlak van risicobeheersing en waardecreatie.

Hoewel verticale integratie vaak wordt ingezet om meer zekerheid te creëren, is deze zekerheid nooit volledig. Door het vooraf vastleggen van afspraken en structuren kunnen risico's worden beperkt, maar ontstaat ook het risico op starheid (Van der Post & Hekkenberg, 2013). Als omstandigheden veranderen, kunnen eenmaal vastgelegde processen soms moeilijk worden aangepast. Zekerheid komt daarmee niet zonder prijs: het verkleint de manoeuvreerruimte van de organisatie. Dit gebrek aan flexibiliteit kan juist in een dynamische context nadelig uitpakken. Starre structuren kunnen leiden tot inefficiëntie, extra transactiekosten of vertraagde besluitvorming. In het uiterste geval kan dit leiden tot een institutionele lock-in. Bestaande institutionele structuren blijven dan voortbestaan, ondanks een inefficiënte bijdrage (Arthur, 1989).

De wens om risico's te beheersen via verticale integratie kan dus zelf nieuwe kwetsbaarheden introduceren. De mate van vertrouwen tussen betrokken partijen speelt hierin een cruciale rol: bij voldoende vertrouwen is minder strakke institutionele verankering nodig zonder dat dit leidt tot te grote risico's. Daarmee ontstaat ruimte voor aanpassing zonder dat de basiszekerheid direct onder druk komt te staan. De uitdaging is om ten aanzien van verticale integratie zodanige ontwerpkeuzes te maken dat beheersing en aanpasbaarheid met elkaar in evenwicht blijven.

Figuur 3: De begrippen zekerheid en risico in het licht van de beide perspectieven

	Neo-institutionele economie (NIE)	Strategisch ondernemingsperspectief
Zekerheid	De beheersing van onzekerheden via instituties	Versterken controle over schakels in de waardeketen
Risico	Gevolg van onzekerheden door onvolledige informatie	Strategische kwetsbaarheid door externe krachten

02. THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE

Nadelen en beperkingen verticale integratie

Naast deze spanning tussen zekerheid en flexibiliteit kent verticale integratie ook andere nadelen. Een belangrijk gevaar is dat bedrijven hun aandacht en middelen te veel verspreiden, waardoor de kernactiviteiten verzwakken en concurrentiekracht verloren gaat (Díez-Vial, 2007; Bacow, 1990). Daarnaast hebben geïntegreerde organisaties vaak niet dezelfde specialistische kennis en efficiëntie als marktpartijen, die dankzij concurrentie vaak innovatiever en effectiever werken (Bacow, 1990; Harrigan, 1985). Integratie vraagt vaak behoorlijke investeringen, waardoor veel kapitaal vast komt te liggen en de financiële flexibiliteit afneemt (Fiet, 2025; Harrigan, 1984). Ook kan het intern uitvoeren duurder zijn door hogere arbeids- en overheadkosten, terwijl gespecialiseerde partijen soms goedkoper werken dankzij schaalvoordelen (Fiet, 2025). Bij een onzekere vraag leidt dit gemakkelijk tot overcapaciteit en minder wendbaarheid (Díez-Vial, 2007; Fiet, 2025). Verder kan integratie zorgen voor

extra organisatorische druk: nieuwe activiteiten vragen meer coördinatie, regelgeving en interne afstemming (Perry, 1989).

2.4 Samenvattend overzicht kernbegrippen uit de theorie

De in dit hoofdstuk behandelde theoretische benaderingen bieden een integraal en complementair perspectief op verticale integratie. Vanuit de neo-institutionele economie staat het verlagen van transactiekosten en het beheersen van onzekerheden centraal, met economische efficiëntie en continuïteit als doel. Het strategisch ondernemingsperspectief richt zich op het versterken van de concurrentiepositie en het creëren van zekerheid door beheersen van schakels in de keten en optimalisatie van marges. Onderstaande figuur (4) brengt de belangrijkste kernbegrippen en drijfveren uit beide benaderingen overzichtelijk samen.

Figuur 4: Kernbegrippen

Kernbegip	Neo-institutionele economie (NIE)	Strategisch ondernemingsperspectief
Maximaal economisch efficiënt	Optimale inrichting organisatie als resultaat van het reduceren van transactiekosten, bijvoorbeeld door onzekerheid te beperken	Het maximaliseren van de output/waarde van een onderneming, verbonden aan het versterken van de concurrentiepositie
Ondernemingsstrategie	Reactie op institutionele beperkingen om optimale inrichting te realiseren	Strategische positionering in waardeketen, gericht op concurrentievoordeel/het versterken van de concurrentiepositie
Onzekerheden en risico's	Onzekerheden zijn een structureel gegeven door onvolledige informatie, leiden tot transactiekosten en noodzaak tot risicobeheersing	Strategische kwetsbaarheid door externe krachten (afhankelijkheden of marktwerking)
(Leverings)zekerheden	De beheersing van risico's via instituties	Versterken controle en leveringszekerheid tussen schakels in de waardeketen
Transactiekosten	De kosten om informatie te vinden en zekerheden te creëren. Ontstaan door onzekerheid en asymmetrische informatie	Impliciet aanwezig als kostenpost die de concurrentiepositie kan beïnvloeden
Flexibiliteit	Te veel zekerheid via structuur kan leiden tot starheid (inflexibiliteit) en hogere kosten	Balans nodig tussen beheersing en wendbaarheid
Continuïteit	Sterk gekoppeld aan leveringszekerheid, in gevaar bij hoge kosten of inefficiëntie	Borging van langetermijnsucces door beheersing van externe dreigingen

02. THEORETISCHE ASPECTEN VAN VERTICALE INTEGRATIE: TRANSACTIEKOSTEN EN STRATEGIE

2.5 Conceptueel raamwerk verticale integratie

Dit hoofdstuk heeft laten zien dat zowel het perspectief van de NIE als dat van het strategische ondernemingsperspectief relevante verklaringsgronden bieden voor verticale integratie. Waar de NIE zich richt op het reduceren van transactiekosten die voortkomen uit onzekerheid en asymmetrische informatie, benadrukt het strategisch perspectief het belang van controle, margeoptimalisatie en concurrentievoordeel. Beide benaderingen vinden elkaar in het streven naar een maximaal economisch efficiënte inrichting van de organisatie.

Om deze theoretische inzichten te kunnen toepassen in de praktijk is het belangrijk eerst het kader te schetsen waarin verticale integratie plaatsvindt: de waardeketen. Een waardeketen bestaat uit meerdere opeenvolgende schakels, waarbij het resultaat van de ene schakel de input vormt voor de volgende. De ondernemingsstrategie is erop gericht om deze schakels zodanig te positioneren en organiseren dat de efficiëntie en concurrentiepositie van de onderneming wordt versterkt. Verticale integratie

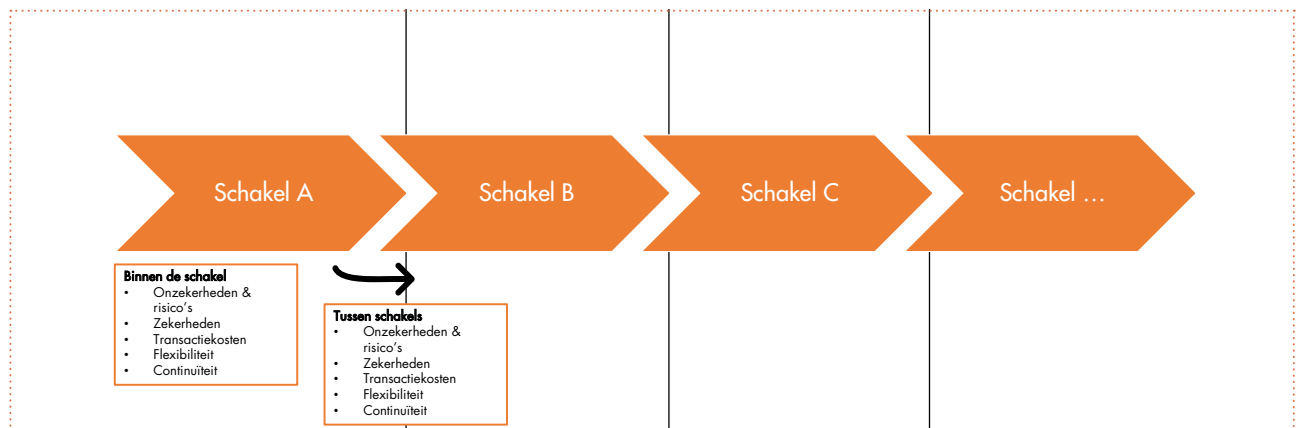
betreft in dit licht de keuze om één of meerdere van deze schakels in de waardeketen binnen de onderneming intern te organiseren, met als overkoepelend doel een maximaal economisch efficiënte inrichting van de organisatie te realiseren.

De kernbegrippen die uit beide benaderingen naar voren komen, vormen de schakel tussen theorie en toepassing. In onderstaand schema (figuur 5) zijn deze begrippen (onzekerheden en risico's, zekerheden, transactiekosten, flexibiliteit en continuïteit) geordend binnen de bredere context van ondernemingsstrategie en economisch efficiënt opereren. Ze vormen samen het theoretisch fundament en de variabelen voor de verdere analyse in dit onderzoek, waarmee in het vervolg van dit onderzoek de toegevoegde waarde van verticale integratie binnen het vastgoedontwikkelingsproces zal worden getoetst

In het volgende hoofdstuk wordt dit analytisch raamwerk toegepast op de waardeketen van vastgoedontwikkeling. Daarbij wordt onderzocht hoe de vijf kernbegrippen functioneren in de vastgoedpraktijk.

Figuur 5: Kernbegrippen van verticale integratie: een integratie tussen NIE en het strategisch perspectief

Ondernemingsstrategie – Maximaal economisch efficiënt



HOOFDSTUK:

3.

VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGS- PROCES.

Hoofdstuk 2 heeft het theoretisch fundament gelegd voor verticale integratie en de vijf kernbegrippen die in dit onderzoek centraal staan. In dit hoofdstuk worden deze begrippen toegepast op de vastgoedontwikkelingspraktijk. Daarnaast worden vormen van verticale integratie nader toegelicht, met bijzondere aandacht voor de toepassing van pre-beleggen via een exploitatiefonds als hybride vorm van verticale integratie.

03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

3.1 Het vastgoedontwikkelingsproces

Om de kernbegrippen uit het analytisch raamwerk toe te kunnen passen, is het van belang het vastgoedontwikkelingsproces eerst nader te definiëren als een waardeketen. Deze waardeketen vormt het kader waarbinnen de verticale integratie kan plaatsvinden, en bestaat uit een opeenvolging van samenhangende transacties tussen verschillende partijen (Van der Post & Hekkenberg, 2013), waarbij het resultaat van de ene schakel de input vormt voor de volgende. Deze keten bestaat klassiek gezien uit vier hoofdschakels: grondverwerving, ontwikkelen, bouwen en beleggen (Meijer & Buitelaar, 2023), zie figuur 6.

Verticale integratie richt zich op de optimalisatie van de overdrachten tussen deze schakels (transactie tussen schakels), maar ook binnen afzonderlijke schakels vinden meerdere transacties plaats die nodig zijn om tot resultaat te komen. Figuur 7 geeft hiervan een schematische, niet-uitputtende weergave.

3.1.1 Grondverwerving als startpunt van de waardeketen

Het 'klassieke' vastgoedontwikkelingsproces begint bij grondverwerving: de transactie waarbij een ontwikkelaar

eigenaar van de grond wordt, met als doel deze op termijn te (her)ontwikkelen. Met het verwerven van de grond wordt het eigendom verkregen, maar daarmee is het nog niet automatisch toegestaan om erop te gaan ontwikkelen of bouwen. Hiervoor dient in de tweede schakel in de keten het ontwikkelingsrecht te worden verkregen.

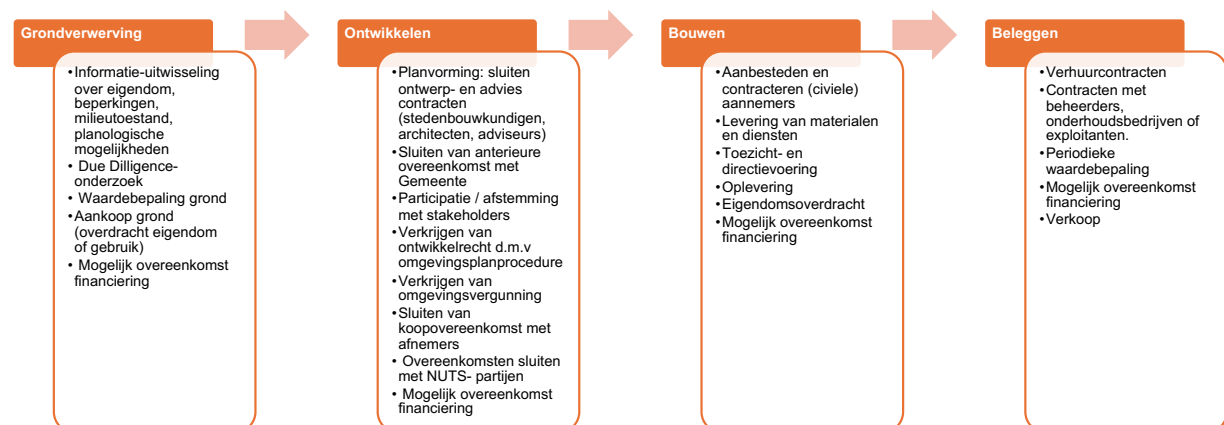
In de praktijk komt grondverwerving en het verkrijgen van het ontwikkelrecht op verschillende manieren tot stand, afhankelijk van de aard van de locatie, de eigendomsverhoudingen en de fase van planvorming. Er zijn drie hoofdvarianten te duiden:

- Rechtstreekse aankoop van grond zonder opstallen: Ontwikkelaars kopen gronden zonder bestaande bebouwing (bijv. van particulieren of agrariërs), vaak nog zonder ontwikkelrecht. In sommige gevallen worden gronden verworven met ontwikkelrecht, al dan niet met de gewenste bestemming;
- Aankoop van gronden met opstallen: Hierbij is vaak al een ontwikkelrecht gevestigd. Toch hoeft dit niet de beoogde bestemming te zijn. Denk aan een leegstaand kantoorgebouw dat na transformatie wordt ingezet als woningbouw of hotel;

Figuur 6: Klassieke waardeketen van vastgoedontwikkeling



Figuur 7: Vastgoedontwikkelingsproces en haar transacties



03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

- Ontwikkelcompetities of tenders: Gemeenten of andere grondeigenaren (zoals woningcorporaties of het Rijksvastgoedbedrijf) organiseren een selectieprocedure. Binnen een vastgelegd beoordelingskader concurreren ontwikkelaars op aspecten als prijs en/of kwaliteit. In deze gevallen speelt marktwerking een grotere rol (Peek & Gehner, 2018). Bij tenders wordt de grond vaak pas verkocht nadat een plan is geselecteerd. Omdat het plan zelf onderdeel is van de beoordeling, is de kans op een ontwikkelrecht in zulke gevallen vaak verbonden aan de tenderprocedure.

De wijze van verwerving beïnvloedt dus niet alleen het verwervingsmoment en de onderliggende grondprijs, maar ook de juridische haalbaarheid en planologische zekerheid in het vervolgproces.

3.1.2 Het ontwikkelrecht als afhankelijke van verwerving

Het verkrijgen van het zogenaamde ontwikkelrecht, dat volgt op de verwerving, is een randvoorwaardelijke productiefactor in het vastgoedontwikkelingsproces. Hoewel het juridisch geen formeel begrip is in het Burgerlijk Wetboek, wordt er in de praktijk mee bedoeld: 'het recht om een stuk grond te ontwikkelen', bijvoorbeeld voor woningbouw.

Het ontwikkelrecht is in Nederland gekoppeld aan het eigendom van grond, maar is geen automatisch recht voor grondeigenaren: het wordt toegewezen via planologische besluitvorming en gaat gepaard met zowel juridische als economische uitdagingen (Buitelaar & Witte, 2011). Een ontwikkelrecht is het ultieme recht voor een ontwikkelaar, want het geeft de ontwikkelaar namelijk het recht (de zekerheid) om een bepaalde grondpositie te ontwikkelen en hiermee de mogelijkheid rendement te behalen (Brouns, 2009).

In dit onderzoek wordt het verkrijgen van het ontwikkelrecht benaderd als afhankelijke van de manier waarop de grond is verworven. De wijze van verwerving bepaalt in belangrijke mate hoe groot de kans is dat het ontwikkelrecht wordt verkregen en hoe (snel) dat kan gebeuren. Grondverwerving is daarmee niet alleen het moment waarop eigendom ontstaat, maar ook bepalend voor hoe het proces verder kan verlopen. Hoewel 'ontwikkelen' in de klassieke keten wel als eigen fase wordt benoemd, wordt deze stap in dit onderzoek niet als aparte fase geanalyseerd.

3.1.3 Beleggen als sluitstuk in de waardeketen

Binnen de waardeketen van vastgoedontwikkeling, vormt beleggen doorgaans het sluitstuk. In deze context wordt met beleggen specifiek bedoeld op direct beleggen, waarbij het gerealiseerde vastgoedobject wordt opgenomen in de (eigen) portefeuille van een

onderneming. Het doel is het genereren van financieel rendement op de langere termijn, bestaande uit zowel directe inkomsten (huur) als indirecte opbrengsten (waardegroei van het vastgoed) (Geltner et al., 2007). In de klassieke waardeketen vindt een transactie plaats tussen ontwikkelaar en een belegger die het object in exploitatie neemt.

Het opnemen van vastgoed in de eigen portefeuille (direct beleggen) verschilt wezenlijk van de klassieke ontwikkelstrategie, waarbij het vastgoed direct wordt verkocht. Waar de klassieke ontwikkelaar een kortere termijn horizon hanteert met relatief grote financiële onzekerheid, gericht op korte(re) termijn zekerheden en directe winst, staat de beleggingsstrategie voor een langere termijn horizon met stabiele kasstromen en bijbehorende onzekerheden omtrent beheer, exploitatie en vastgoedwaarde (Geltner et al., 2007; Schimmel, 2016; Noordeloos, 2021).

Indien een belegger blijft investeren in de waarde van het object, kan in theorie een nagenoeg eeuwigdurende beleggingsperiode worden gerealiseerd, denk aan woningen aan de Amsterdamse grachten. Als er minder vraag is naar een object of het object veroudert, kan een situatie ontstaan waarin de cyclus weer van voren start: het object verliest waarde en wordt mogelijk afgestoten door een belegger aan een ontwikkelaar. Die start vervolgens de waardecyclus om het pand nieuwe waarde te geven middels renovatie of transformatie, of begint met sloop om nieuwbouw te realiseren. Dit cyclische karakter is kenmerkend voor de vastgoedmarkt, waarin vraag en aanbod elkaar met vertraging beïnvloeden (DiPasquale & Wheaton, 1996).

Directe vastgoedbeleggingen onderscheiden zich van andere beleggingsvormen door hun specifieke kenmerken (Geltner et al., 2007). Allereerst is direct vastgoed een kapitaalintensieve beleggingscategorie, wat betekent dat er aanzienlijke investeringen nodig zijn. Daarnaast is het een relatief illiquide goed, aangezien verkooptrajecten traag en afhankelijk zijn van marktomstandigheden. Beleggingen in direct vastgoed hebben doorgaans dan ook een relatief lange beleggingshorizon en vereisen een actief beheer van het object, bijvoorbeeld ten aanzien van onderhoud, huurdersrelaties en waardebehoud. De waarde van vastgoed is bovendien sterk locatie gebonden en elk object is uniek, wat analyse en waardering complex maakt. Door deze kenmerken is vastgoed minder transparant dan beursgenoteerde beleggingen, en zijn transacties doorgaans traag en afhankelijk van lokale marktdynamiek (Hudson-Wilson, 2005; Van Gool et al., 2020). Hudson-Wilson (2005) benadrukt bovendien dat direct vastgoed als asset klasse aantrekkelijke diversificatie voordelen biedt, juist vanwege zijn imperfecte correlatie met andere beleggingscategorieën.

03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

De eigenschappen van de asset vastgoed vragen om specifieke kennis. Direct beleggen vereist inzicht in het functioneren van zowel de gebruiksmarkt als de kapitaalmarkt, omdat rendementen afhangen van huurinkomsten en waardering op basis van kapitaalrendementen (DiPasquale & Wheaton, 1996).

3.1.4 Tot slot

Hoewel alle schakels een belangrijk onderdeel zijn van de vastgoedwaardeketen, ligt de focus met voor dit onderzoek met name op:

- I. Het verwerven van grond als randvoorwaarde voor een ontwikkelingslocatie;
- II. Het verkrijgen van het ontwikkelrecht als juridisch startpunt van de productie van vastgoed, waarbij dit wordt beschouwd als een afhankelijke van de wijze van verwerving;
- III. Het beleggen als activiteit om vastgoed en/of gronden te verwerven met als doel rendement te realiseren.

De schakel 'ontwikkelen' wordt daarmee buiten beschouwing gelaten als zelfstandige fase en hoewel bouwen logischerwijs een belangrijk onderdeel is van de waardeketen, valt het buiten de scope van het optimalisatievraagstuk van dit onderzoek. Voor de duidelijkheid zijn de schakels 'ontwikkelen' en 'bouwen' wel gewoon opgenomen in de visualisaties.

3.2 Kernbegrippen verticale integratie geprojecteerd op het vastgoedontwikkelingsproces

De in hoofdstuk 2 geïdentificeerde kernbegrippen vormen het analytisch kader voor de toepassing van verticale integratie in het vastgoedontwikkelingsproces: onzekerheden en risico's, (leverings)zekerheden,

transactiekosten, continuïteit en flexibiliteit. Binnen het begrip 'zekerheden' staat in dit onderzoek specifiek de leveringszekerheid centraal: de mate waarin een ontwikkelaar formeel en feitelijk verzekerd is van toegang tot of zeggenschap over een locatie, en van de mogelijkheid tot verder planontwikkeling of realisatie. Zie figuur 8 voor de vertaling van het analytisch raamwerk naar de vastgoedontwikkelingspraktijk.

Door de vijf begrippen te projecteren op het vastgoedontwikkelingsproces, wordt zichtbaar hoe verticale integratie in de praktijk kan bijdragen aan:

- Het verminderen van onzekerheden en risico's;
- Het vergroten van leveringszekerheid;
- Het verlagen van transactiekosten;
- Het vergroten van flexibiliteit;
- En het versterken van continuïteit.

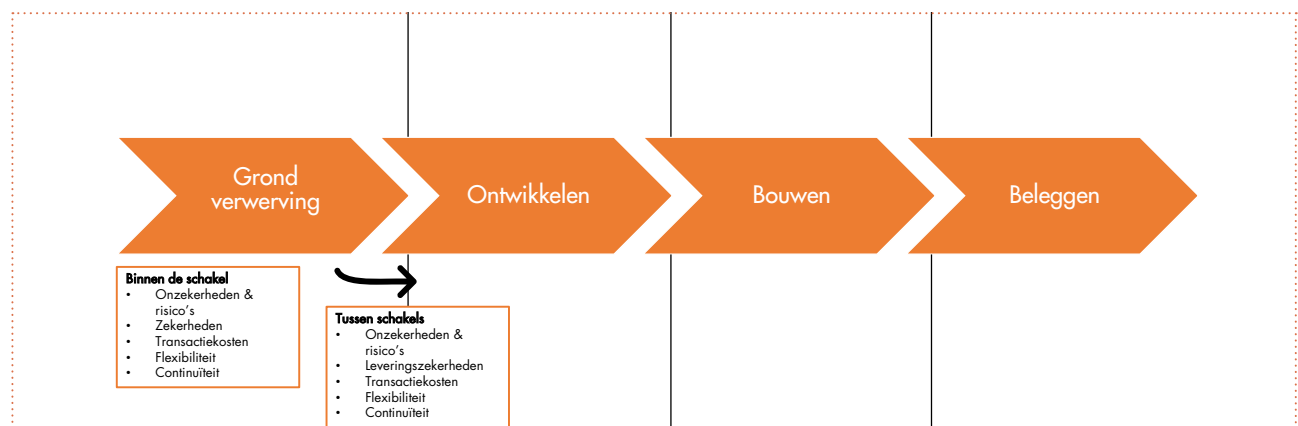
In de volgende sub paragrafen worden deze vijf begrippen afzonderlijk behandeld. Daarbij wordt onderzocht hoe ze functioneren binnen het vastgoedontwikkelingsproces en welke rol ze spelen in de verschillende schakels ervan, hier gefocust op de grondverwerving en het beleggen.

3.2.1 Onzekerheden en risico's in het vastgoedontwikkelingsproces

Onzekerheden en risico's vormen een constante factor binnen het vastgoedontwikkelingsproces en zijn een centrale drijfveer voor verticale integratie. Hoewel risico's in iedere stap aanwezig zijn, verschilt hun aard en intensiteit per ontwikkelingsfase (Miles et al., 2007). Volgens Gehner (2011) zijn deze risico's niet alleen financieel van aard, maar ook juridisch, technisch, planologisch en maatschappelijk. De risico's verschuiven gedurende het proces en zijn sterk afhankelijk van de context waarin het project wordt ontwikkeld. Gehner (2008; 2011) wijst erop dat de aard en intensiteit

Figuur 8: Kernbegrippen van verticale integratie geprojecteerd op het vastgoedontwikkelingsproces

Ondernemingsstrategie – Maximaal economisch efficiënt



03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

van risico's verschillen per fase van het proces. Over het algemeen kan worden gesteld dat onzekerheden doorgaans het grootst zijn in de initiële fasen van het proces waar relatief hoge kosten samengaan met maximale onzekerheid. Naarmate het ontwikkelproject vordert en er meer informatie beschikbaar komt, nemen de onzekerheden af (Byrne, 2015; Gehner, 2008).

Grondverwerving

Grondverwerving brengt direct financieel risico met zich mee: er vindt een kapitaaloverdracht plaats tussen ontwikkelaar en grondeigenaar, terwijl de planologische en economische uitkomsten nog onzeker zijn. Hoewel de investering in deze fase relatief beperkt lijkt, zijn de strategische keuzes bepalend voor het verdere projectverloop.

Een belangrijk risico betreft de waardebepaling van de grond. De residuele waarde is op het moment van aankoop slechts een schatting, gebaseerd op onzekerheden over het programma en de marktopbrengst. Met name het ontbreken van ontwikkelrechten vormt een fundamenteel risico, aangezien dit recht de basis vormt voor het creëren van waarde via vastgoedontwikkeling (Needham et al., 2018). Daarnaast kunnen bodemverontreiniging, conflicterende eigendomsstructuren of beperkingen uit eerder gebruik het ontwikkelpotentieel beperken. Ook marktrisico's spelen een rol: de vraag naar het beoogde vastgoedtype en de haalbare opbrengst zijn vaak moeilijk exact te voorspellen (Gehner, 2011).

Beleggen

In de beleggingsfase verschuift het risicoprofiel naar exploitatie en beheer, waarbij de totale risico's verder afnemen. Volgens Van Gool et al. (2020) liggen de belangrijkste risico's in deze fase bij leegstand en huurprijsontwikkeling: tegenvallende marktvraag of economische terugval kunnen leiden tot lagere huuropbrengsten of structurele leegstand. Ook objectrisico's zoals onderhoudsachterstanden of functionele veroudering en gebruikersrisico's, zoals gebrekkige solvabiliteit van huurders, kunnen tot waardeverlies of betalingsproblemen leiden. Daarnaast spelen bredere marktrisico's zoals fluctuaties in vraag en aanbod, renterisico's en regelgevingsrisico's (bijv. huurprijsbescherming of fiscale wijzigingen). Bij financiering met vreemd vermogen ontstaat bovendien herfinancieringsrisico bij waardedalingen (Van Gool et al., 2020).

3.2.2 Zekerheden in het vastgoedontwikkelingsproces

De tegenhanger van onzekerheid is zekerheid. In het vastgoedontwikkelproces wordt geprobeerd de gestelde onzekerheden en risico's te beheersen en (leverings) zekerheid te verkrijgen. In elke fase van grondverwerving

tot beleggen wordt gezocht naar zekerheden om de investeringen die gedaan moeten worden te rechtvaardigen (Miles et al., 2007).

Grondverwerving

Zekerheid wordt in deze fase vaak gezocht via juridische en financiële structuren die toekomstige onzekerheden moeten beperken. Dit gebeurt bijvoorbeeld door het formaliseren van afspraken tussen partijen of het hanteren van voorwaardelijke contractvormen. Dergelijke zekerheden helpen ontwikkelaars om hun risico's te beperken in een context van hoge investeringen zonder opbrengstgarantie (Oudouhoh, 2020).

Beleggen

Risico op leegstand en schommelingen in huurprijzen wordt beperkt door lange huurcontracten met betrouwbare en solvabele huurders, waarin indexatie en duidelijke afspraken zijn opgenomen. Onderhoudsproblemen en veroudering van het gebouw worden aangepakt met een meerjaren onderhoudsplan en professioneel beheer. Risico's met betrekking tot huurders, zoals wanbetaling, worden verminderd door borgstellingen en goed contractbeheer. Renteveranderingen zijn een belangrijk risico, omdat ze invloed hebben op de financieringskosten en de waarde van het vastgoed (DiPasquale & Wheaton, 1996; Van Gool et al., 2020). Dit kan deels worden opgevangen met vaste renteafspraken of minder vreemd vermogen.

3.2.3 Transactiekosten in het vastgoedontwikkelingsproces

Transactiekosten ontstaan wanneer markttransacties onzeker of inefficiënt zijn, bijvoorbeeld door onvolledige informatie, onduidelijke contracten of hoge onderhandelingskosten (Perry, 1989; Williamson, 2000). In het vastgoedontwikkelingsproces is sprake van aanzienlijke onzekerheid over o.a. marktontwikkelingen, planologische procedures en bouwkosten, terwijl de frequentie van transacties relatief laag is en de investeringen vaak sterk locatie gebonden zijn (hoge activaspecificiteit) (Meijer & Buitelaar, 2023). Deze kenmerken verhogen de transactiekosten (Meijer & Buitelaar, 2023).

Grondverwerving

De verwervingsfase brengt vaak hoge transactiekosten met zich mee vanwege de complexiteit en het strategische karakter van grondaankoop. Het gaat hier niet alleen om juridische kosten, maar ook om onderhandelingen, due diligence en gemeentelijke procedures.

Beleggen

In de beleggingsfase hangen transactiekosten samen met het overdragen van eigendom, huurdersafspraken en het afsluiten van financiering- of exploitatiecontracten.

03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

3.2.4 Flexibiliteit in het vastgoedontwikkelingsproces

Flexibiliteit verwijst naar het vermogen om in te spelen op veranderende omstandigheden of inzichten tijdens het ontwikkelproces.

Grondverwerving

Healey (1991) wijst erop dat ontwikkelaars hun beslissingen aanpassen aan veranderende omstandigheden in de markt, beleid en samenwerking. Dit duidt op een behoefte aan flexibiliteit, waarbij ontwikkelaars in de praktijk zoeken naar manieren om risico's te beheersen en opties open te houden. In de praktijk betekent dit vaak dat zij ruimte inbouwen in het ontwikkelprogramma, keuzemomenten creëren en hun juridische en financiële verplichtingen gefaseerd aangaan, zodat zij kunnen inspelen op nieuwe informatie en onderhandelingsuitkomsten met andere betrokken partijen.

Beleggen

In de beleggingsfase gaat het vooral om het behouden van waarde en rendement over langere tijd. Flexibiliteit wordt gerealiseerd via aanpasbaar gebruik, multifunctionele indelingen en strategische keuzes over het juiste moment van verkoop of herontwikkeling. Dit maakt het mogelijk om in te spelen op veranderende huurdersbehoeften of marktomstandigheden (Van Gool et al., 2020).

3.2.5 Continuïteit in het vastgoedontwikkelingsproces

Continuïteit is een belangrijke voorwaarde voor het structureel functioneren van ontwikkelaars. In essentie verwijst het naar het vermogen van een organisatie om over de tijd heen een stabiele projectenstroom te behouden, met voldoende locaties, middelen, kennis en uitvoering. In elke fase van het vastgoedontwikkelingsproces krijgt het begrip continuïteit een specifieke invulling.

Grondverwerving

In de fase van grondverwerving betekent continuïteit het structureel kunnen verwerven van nieuwe locaties. Dit vraagt om toegang tot strategische grondposities, bijvoorbeeld via gemeentelijke tenders of via zelfstandig verwerven. Volgens Meijer & Buitelaar (2023) vormt het vroegtijdig verwerven van grond ('land banking') een strategisch motief, waarmee ontwikkelaars toekomstige ontwikkel- en bouwproductie kunnen veiligstellen.

Beleggen

In de beleggingsfase betekent continuïteit het kunnen genereren van stabiele kasstromen en het waarborgen van waarde over tijd (Van Gool et al., 2020).

3.2.6 Verticale integratie als strategisch antwoord

De projectie van de vijf kernbegrippen op het vastgoedontwikkelingsproces laat zien dat ze voortdurend

op elkaar inwerken en maakt duidelijk waar binnen het proces kansen en spanningen ontstaan. De risico's, onzekerheden en hoge transactiekosten binnen het vastgoedontwikkelingsproces kunnen volgens de transactiekostentheorie aanleiding zijn om onderdelen van het proces intern te organiseren via verticale integratie. Door meerdere schakels in het ontwikkelproces zelf uit te voeren, kunnen ontwikkelaars beter sturen op prijs, kwaliteit, afzet en planning (Johnson et al., 2008). Dit geldt in het bijzonder voor ontwikkelende beleggers, die door integratie invloed kunnen uitoefenen op de waardeontwikkeling van hun vastgoedportefeuille (Meijer & Buitelaar, 2023). Ook maakt integratie het mogelijk om wendbaarder op te treden in een dynamische omgeving, doordat de afhankelijkheid van externe partijen afneemt en interne afstemming soepeler verloopt.

Vanuit strategisch ondernemingsperspectief stelt verticale integratie ontwikkelaars tevens in staat om toetredingsdrempels te verhogen, marges binnen de keten te behouden en kritieke onderdelen van het ontwikkelproces, zoals grondposities, fasering en afzet proactief te beheersen (Porter, 1980). Door bijvoorbeeld vroegtijdig grondposities te verwerven ('land banking'), kunnen ontwikkelaars hun onderhandelingspositie versterken en de continuïteit van toekomstige projecten waarborgen. Deze strategie is niet primair gericht op het uitschakelen van concurrenten, maar op het veiligstellen van ontwikkelruimte (Meijer & Buitelaar, 2023).

In de volgende paragraaf wordt uiteengezet hoe ontwikkelaars in de praktijk invulling geven aan verticale integratie binnen de waardeketen.

3.3 Integratie van ontwikkelaars over de waardeketen

Verticale integratie is in de vastgoedontwikkeling complexer dan in andere sectoren, met name vanwege de specifieke eigenschappen van grond (Buitelaar, 2007). Toch kunnen ontwikkelaars integreren over de waardeketen van grondverwerving tot beleggen om controle te krijgen, schaalvoordelen te behalen of strategische posities te verwerven (Bacow 1990; Meijer & Buitelaar, 2023; Gidwani & Udpadhy, 2023).

Verticale integratie bij vastgoedontwikkeling kent verschillende vormen, afhankelijk van welke schakels in de keten worden samengevoegd:

- Achterwaartse integratie, waarbij ontwikkelaars zelf grondposities verwerven of planvorming initiëren;
- Voorwaartse integratie, zoals het zelf behouden en exploiteren van vastgoed na realisatie;
- Volledige integratie, waarin alle fasen, van grondverwerving tot en met exploitatie, binnen één organisatie zijn georganiseerd.

03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

Traditioneel worden vastgoedontwikkelaars onderscheiden op basis van marktsegment, schaal, geografisch werkgebied en hun mate van initiatief (Brown, 2015; Coiacetto, 2001). Vanuit het perspectief van verticale integratie is het interessanter om ontwikkelaars te categoriseren op basis van het intern of extern organiseren van de transacties die in het vastgoedontwikkelingsproces plaatsvinden (de mate van verticale integratie), zie figuur 9.

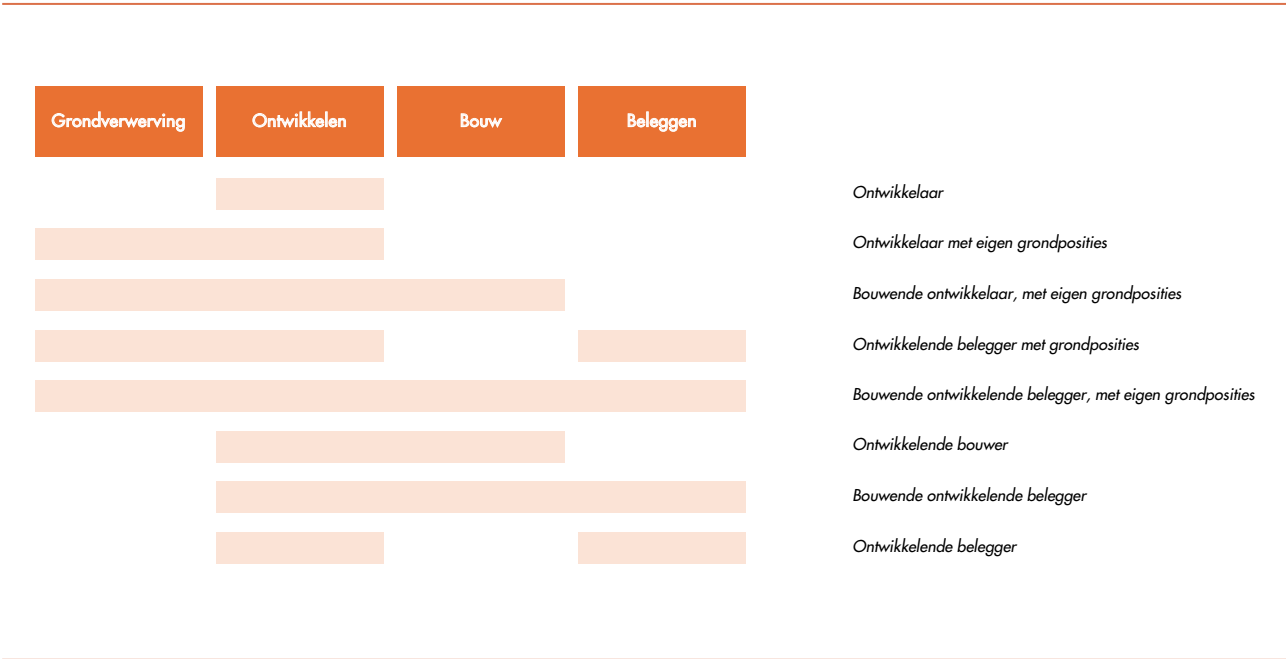
De verschillende vormen van verticale integratie in het vastgoedontwikkelingsproces reageren op verschillende manieren op de kernbegrippen uit de neo-institutionele economie (NIE) en het strategisch ondernemingsperspectief. Een pur sang ontwikkelaar heeft naar alle waarschijnlijke lage interne kosten, maar is sterk afhankelijkheid van externe partijen, wat leidt tot onzekerheden en een kwetsbare positie in de keten. Achterwaartse integratie, door zelf ook grondposities te verwerven, verlaagt transactiekosten en onzekerheden in de vroege fase en geeft een concurrentievoordeel door grip op schaarse grond. Voorwaartse integratie, door vastgoed na oplevering ook zelf te exploiteren, beperkt transactiekosten en afzetrisico's en borgt continuïteit en langetermijnwaardeopbouw. Volledige integratie, van grond tot exploitatie, reduceert transactiekosten en onzekerheden maximaal en biedt een sterke strategische positie, maar gaat gepaard met hoge interne coördinatiekosten en risico op starheid.

Verticale integratie is overigens geen nieuw fenomeen binnen de vastgoedsector en wordt al lang ingezet als strategisch middel. Zowel integratie als desintegratie zijn van alle tijden. In verschillende perioden zijn uiteenlopende vormen van verticale integratie zichtbaar geweest, niet alleen tussen ontwikkelaars, bouwers en beleggers, maar ook tussen ontwikkelaars en financiële instellingen. Zo ontstonden in de jaren negentig samenwerkingen tussen banken of verzekeraars en ontwikkelaars, in een tijd waarin grootschalige private grondaankopen het ontwikkellandschap ingrijpend veranderden (Van der Post, 2024). Na de vastgoedcrisis zijn veel van deze structuren weer ontvlochten, mede onder druk van toezichthouders en politiek. Een bekend voorbeeld is ING Real Estate, dat eerst sterk verticaal geïntegreerd opereerde, en na de vastgoedcrisis werd ontvlochten (ANP, 2011).

Als we de bestaande varianten van verticale integratie analyseren, zien we verschillende modellen waarin een beleggingsorganisatie is geïntegreerd met een ontwikkeltak. Deze structuren stellen ontwikkelaars in staat om locaties niet alleen te verwerven en te ontwikkelen, maar ook voor langere tijd in exploitatie te houden, met voordelen op het gebied van afzetrisico, rendement en continuïteit.

Tegen deze achtergrond is het interessant om te verkennen hoe verticale integratie vandaag de dag opnieuw vorm kan krijgen, specifiek gericht op meer grip op toekomstige ontwikkellocaties.

Figuur 9: Categorisering ontwikkelaars



03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

3.4 Pre-beleggen als vorm van verticale integratie

In dit onderzoek wordt een alternatieve benadering van beleggen geïntroduceerd. Hierbij wordt het niet gezien als het sluitstuk van het vastgoedontwikkelingsproces, maar juist als strategisch startpunt om ontwikkellocaties veilig te stellen. Deze benadering wordt aangeduid als pre-beleggen: het vroegtijdig verwerven en tijdelijk exploiteren van vastgoed in de vorm van een exploitatiefonds met als doel de positie op termijn te gaan ontwikkelen.

Pre-beleggen is een hybride vorm van verticale integratie: het combineert elementen van traditionele vastgoedontwikkeling (gericht op realiseren en verkopen) en klassiek beleggen (gericht op kasstromen en rendement). Daarmee biedt het ontwikkelaars meer grip op toekomstige ontwikkeling en de timing en fasering daarvan. Zie figuur 10 voor een weergave van deze alternatieve waardeketen.

3.4.1 Beleggen in gronden als variant van pre-beleggen

Wanneer beleggen wordt beschouwd als de start van de waardeketen, kunnen er feitelijk twee mogelijke varianten worden onderscheiden. Er kan belegd worden in i) gronden zonder opstallen of ii) gronden met opstallen.

Voor de helderheid noemen we het beleggen in gronden zonder opstallen i) grondbeleggen en het beleggen in opstallen ii) pre-beleggen.

Beide betreffen investeringen vooraan de waardeketen om te voorzien in toekomstige ontwikkelrechten, het verschil zit in de fysieke staat van het object: bij grondbeleggen ontbreekt de opstal, bij pre-beleggen is er sprake van bestaande bebouwing (met of zonder lopende exploitatie). Bij pre-beleggen is altijd sprake van een bepaald ontwikkelingsrecht omdat de grond reeds bebouwd is. Bij grondbeleggen is er niet per definitie sprake van een ontwikkelingsrecht, het kan ook gaan om bijvoorbeeld agrarische gronden. Dit onderzoek focust zich op het pre-beleggen in de vorm van een exploitatiefonds.

3.4.2 Vergelijking vormen van beleggen

Grondbeleggen, pre-beleggen en het 'klassieke' beleggen na ontwikkeling verschillen wezenlijk in het onderliggende motief, rendementsperspectief en het risicoprofiel.

Grondbeleggen betreft het verwerven en aanhouden van onbebouwde gronden met als doel deze op termijn te ontwikkelen. In tegenstelling tot pre-beleggen genereert grond doorgaans geen kasstromen of slechts een kleine kasstroom uit exploitatie. Het rendement is daardoor vrijwel volledig afhankelijk van latere waarde stijging door planologische ontwikkelingen of marktvraag. Grondbeleggen wordt vaak strategisch ingezet om toekomstige ontwikkelruimte veilig te stellen. Het kent een langetermijnhorizon, is kapitaalintensief en kent een relatief hoog risicoprofiel, omdat opbrengsten onzeker en vaak afhankelijk zijn van externe factoren zoals bestemmingswijzigingen, infrastructuurinvesteringen of planvormingstrajecten van gebiedsontwikkelingen (Buitelaar, 2010).

Pre-beleggen betreft daarentegen het verwerven van bestaande panden in een vroegtijdig stadium, voor daadwerkelijke (plan)ontwikkeling, met een dubbel doel: enerzijds het realiseren van een rendabele exploitatie op de korte termijn, anderzijds het positioneren van het object als strategische ontwikkellocatie op de (middel) lange termijn. Het vastgoed wordt (tijdelijk) verhuurd, waarbij de huuropbrengsten bijdragen aan een positief beleggingsrendement. Tegelijkertijd behoudt de eigenaar flexibiliteit om het pand in de toekomst (gedeeltelijk) te transformeren, herontwikkelen of in te zetten binnen een bredere gebiedsontwikkeling. Deze strategie biedt dus cashflow en ontwikkelpotentie. Indien de bestemming al voldoet aan de gewenste functie kan dit ook risico's beperken, hoewel dit uiteraard ook zal leiden tot een hogere prijs.

Beleggen na ontwikkeling verwijst naar het behouden (of verwerven) van vastgoedobjecten na het ontwikkelen en bouwen. Het primaire doel, zoals reeds uiteengezet

Figuur 10: Nieuwe waardeketen vastgoedontwikkelingsproces



03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

in de beschrijving van de klassieke vastgoedketen, is het realiseren van rendement via verhuur en waardegroei in de exploitatiefase (Van Gool et al., 2020).

Het risico bij pre-beleggen en grondbeleggen is anders dan bij beleggen na de ontwikkeling. In beide gevallen hangt de waarde sterk af van ruimtelijke plannen en overheidsbeleid. Daarom is het belangrijk om goed

inzicht te hebben in de lokale markt, de juridische en planologische mogelijkheden en om zorgvuldig na te denken over het juiste moment, de financiering en mogelijke scenario's. Tegelijkertijd kunnen varianten in verschillende situaties meer of minder kansrijk zijn. Zie figuur 11 voor een vergelijking van grondbeleggen, pre-beleggen en beleggen.

Figuur 11: Kenmerken verschillende manieren van beleggen

	Grondbeleggen	Pre-beleggen	Beleggen
Moment van instappen	Voor aanvang ontwikkeling (grondpositie)	Voor aanvang ontwikkeling (met bestaande opstal)	Na oplevering
Tijdshorizon	Lang (10-30 jaar)	Middellang (5-15 jaar)	Lang (15-30 jaar)
Primair doel	Toekomstige ontwikkelrechten veiligstellen	Rendabele tijdelijke exploitatie, toekomstige ontwikkelrechten veiligstellen	Rendement via verhuur en waardegroei
Rendementstype	Waardestijging bij herontwikkeling (indirect)	Huurinkomsten (direct) en waardestijging bij herontwikkeling (indirect)	Huurinkomsten (direct) en waardegroei vastgoed (indirect)

03. VERTICALE INTEGRATIE GEPROJECTEERD OP HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES

3.5 Conclusie

Het vastgoedontwikkelingsproces wordt gekenmerkt door structurele onzekerheden en risico's, zowel in planologisch, juridisch als financieel opzicht. Ontwikkelaars staan daarbij voor de uitdaging om leveringszekerheid te realiseren, hoge transactiekosten te beheersen, voldoende flexibiliteit te behouden en continuïteit in hun projectenstroom te waarborgen. Juist deze vijf thema's vormen belangrijke overwegingen voor de strategische keuze om verticale integratie toe te passen.

Door onderdelen van het proces zelf te organiseren, krijgen ontwikkelaars meer controle over belangrijke onderdelen van het proces. Dat helpt om risico's te beperken, meer zekerheid te creëren en het ontwikkelproces beter beheersbaar te maken.

Verschillende vormen van verticale integratie zijn mogelijk, zoals achterwaartse integratie (zelf grondposities verwerven), voorwaartse integratie (vastgoed na ontwikkeling in eigen beheer houden) of volledige integratie van de gehele keten.

Daarbij geldt dat hoe eerder een ontwikkelaar instapt, bijvoorbeeld door grond te verwerven zonder ontwikkelrecht, hoe groter de onzekerheden over de kans en haalbaarheid van toekomstige ontwikkeling. Terwijl tegelijkertijd de kosten oplopen om meer zekerheden te verkrijgen en ook de concurrentie toeneemt naarmate er meer zekerheid beschikbaar is. Daarmee wordt de complexe relatie zichtbaar tussen het streven naar zekerheid en de potentiële oplopende kosten die daarmee gepaard gaan. Verticale integratie biedt ontwikkelaars de mogelijkheid om hierin bewuste keuzes te maken. Door eerder eigendom en zeggenschap te verwerven nemen de risico's mogelijk toe, maar wordt ook de grip op toekomstige ontwikkelposities vergroot.

In deze context kan pre-beleggen middels een exploitatiefonds worden gezien als een hybride vorm van verticale integratie, waarbij vastgoed al voor de daadwerkelijke (her)ontwikkeling tijdelijk in exploitatie wordt genomen. Deze strategie combineert tijdelijke exploitatie met het veiligstellen van toekomstige ontwikkelrechten. Daarmee draagt het fonds bij aan zowel kortetermijnrendement als het versterken van de langetermijnpositie van de ontwikkelportefeuille.

In het vervolg van dit onderzoek wordt nader onderzocht hoe pre-beleggen in de praktijk vorm krijgt, en in hoeverre een exploitatiefonds kan bijdragen aan het vergroten van het aandeel (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer.

3.6 Overgang naar de empirie

Op basis van de theoretische analyse uit hoofdstuk 2 en de toepassing op het vastgoedontwikkelingsproces in hoofdstuk 3 blijkt dat verticale integratie een spanningsveld vormt: het kan onzekerheden en transactiekosten beperken en concurrentiekracht vergroten, maar brengt tegelijk nieuwe risico's met zich mee, zoals hoge kapitaalinvesteringen, complexe organisatiestructuren en starheid. Verticale integratie is daarmee een afweging tussen extra zekerheid en nieuwe risico's. De vraag in de praktijk is of de voordelen zwaarder wegen dan de nadelen.

In de empirie staat het exploitatiefonds centraal als hybride vorm van verticale integratie. Dit fonds onderscheidt zich doordat het niet alleen ontwikkelpotentie biedt, maar ook tijdelijke kasstromen genereert. Deze inkomsten verminderen de risico's van locaties die worden 'aangehouden' en creëren tijd om op een geschikt moment te ontwikkelen. De verwachting is daarom dat een exploitatiefonds voordelen biedt op het gebied van leveringszekerheid, risicobeheersing en continuïteit in de projectenstroom, ook al staan daar nadelen tegenover in de vorm van het langdurig vastzetten van kapitaal en de extra organisatorische afstemming die nodig is.

De interviews zijn bedoeld om te achterhalen hoe marktpartijen deze voor- en nadelen ervaren en welke lessen uit de praktijk met pre-beleggen kunnen worden getrokken. In de paneldiscussie ligt de nadruk op de organisatorische randvoorwaarden: onder welke condities een exploitatiefonds bruikbaar is, hoe het binnen Dura Vermeer kan worden ingericht en gepositioneerd, en welke aanpassingen dit vraagt van de organisatie.

De vijf kernbegrippen uit het theoretisch kader (onzekerheden en risico's, leveringszekerheid, transactiekosten, flexibiliteit en continuïteit) vormen hierbij de rode draad en bieden een analytisch raamwerk om de bevindingen vanuit de praktijk te duiden. In hoofdstuk 4 wordt dit verder uitgewerkt in het onderzoekskader, waarin de thema's, methoden en analysemethode worden toegelicht. Daarmee vormt hoofdstuk 4 de brug tussen theorie en praktijk.

HOOFDSTUK:

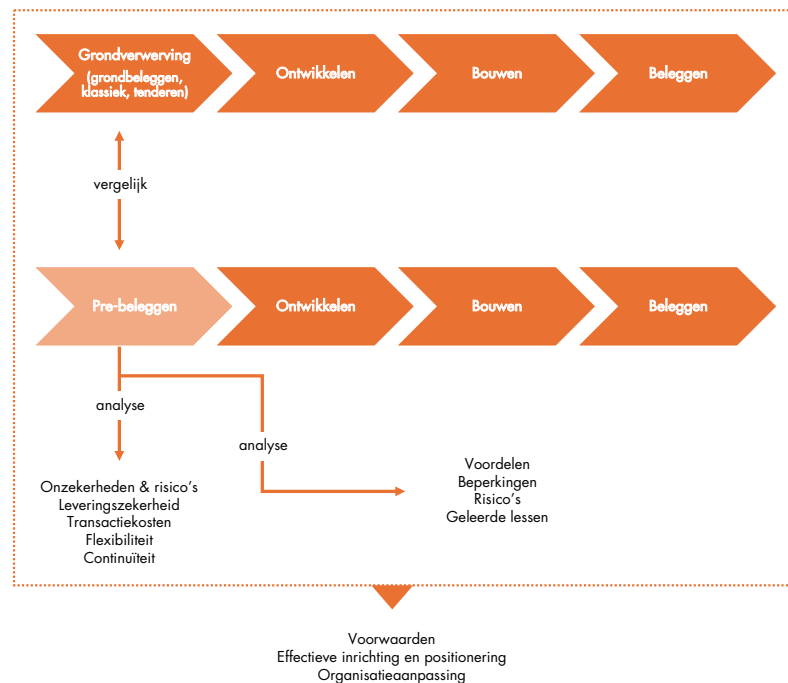
4.

ONDERZOEKSKADER

Dit hoofdstuk vormt de brug tussen de theorie en de praktijk. Het beschrijft de concrete onderzoeks aanpak en werkwijze, zie figuur 12 op de volgende pagina. Centraal staat het kwalitatief onderzoek, bestaande uit interviews en een paneldiscussie. Er wordt toegelicht hoe de theorie is vertaald naar onderzoeksthema's, welke onderzoeksmethoden worden gebruikt en hoe de data wordt verzameld en geanalyseerd.

04. ONDERZOEKSKADER

Figuur 12: Conceptuele weergave onderzoeksaanpak



4.1 Onderzoeksthema's en kernbegrippen

In aansluiting op het theoretisch kader en de centrale onderzoeksvraag zijn vier overkoepelende onderzoeksthema's gedefinieerd. Deze thema's vormen samen met de kernbegrippen uit het analytisch raamwerk de rode draad in de opbouw van de interviews, de verwerking van de resultaten en de uiteindelijke analyse. Elk thema is gekoppeld aan één van de deelvragen en bevat een set onderliggende begrippen die in de interviews aan bod komen.

De vier onderzoeksthema's zijn:

- De positionering van pre-beleggen ten opzichte van andere strategieën voor locatieverwerving;
- De voordelen, beperkingen en risico's van pre-beleggen uit het perspectief van marktpartijen;
- De lessen die in de praktijk worden getrokken uit ervaringen met pre-beleggen;
- De randvoorwaarden die de inrichting en werking van een exploitatiefonds beïnvloeden.

Voor het eerste onderzoeksthema wordt de vergelijking gemaakt tussen de drie vormen van locatieverwerving die eerder zijn besproken: grondbeleggen, pre-beleggen en verwerving via ontwikkelcompetenties of tenders. Ook wordt hier ter vergelijking de 'klassieke onderhandse grondverwerving' naast gezet, waarbij wordt bedoeld het verkrijgen van een concrete ontwikkelpositie om op korte of middellange termijn een project te realiseren.

4.2 Kernbegrippen vertaald naar de vastgoedpraktijk

De vijf kernbegrippen die in het theoretisch kader centraal stonden zijn: (1) onzekerheden en risico's, (2) (leverings) zekerheid, (3) transactiekosten, (4) flexibiliteit en (5) continuïteit. Om deze begrippen in de praktijk te kunnen onderzoeken, is het noodzakelijk ze te vertalen naar de vastgoedpraktijk.

Onzekerheden en risico's

De kans dat in het vastgoedontwikkelingsproces omstandigheden veranderen of tegenvallen, waardoor vertraging, extra kosten of verlies van waarde ontstaat. Het soort risico's en de mate van onzekerheid verschillen per fase van het proces.

Zekerheden

In het algemeen kunnen zekerheden in het vastgoedontwikkelingsproces worden gedefinieerd als de mate waarin er in elke fase van het vastgoedontwikkelingsproces duidelijkheid en zekerheid bestaat over benodigde 'productiefactoren' waardoor haalbaarheid, uitvoerbaarheid en opbrengst van het project kunnen worden gegarandeerd en investeringen gerechtvaardigd kunnen worden met zo min mogelijk risico's. Meer specifiek gaat het bij leveringszekerheid om de mate waarin een ontwikkelaar formeel en feitelijk zeker is van toegang tot of zeggenschap over een locatie en de mogelijkheid tot verdere planontwikkeling of realisatie.

04. ONDERZOEKSKADER

Transactiekosten

De directe en indirecte kosten die samenhangen met het initiëren, onderhandelen, vastleggen, uitvoeren en controleren van transacties binnen het vastgoed-ontwikkelingsproces.

Flexibiliteit

De ruimte voor de ontwikkelaar om het programma, de fasering en timing, het gebruik of de uitvoering van een project bij te sturen op basis van veranderende inzichten of marktomstandigheden.

Continuïteit

Het vermogen van een ontwikkelaar om over langere tijd een stabiele en aaneengesloten stroom van projecten te realiseren, met voldoende locaties, middelen en uitvoeringscapaciteit om de organisatie duurzaam te laten functioneren.

4.3 Onderzoeksmethode

4.3.1 Semigestructureerde interviews

Het eerste onderdeel van het empirisch onderzoek bestaat uit kwalitatieve, semigestructureerde interviews met deskundigen uit de vastgoedpraktijk, de academische wereld en de strategische adviespraktijk. De interviews zijn erop gericht om inzicht te verkrijgen in de praktijkgerichte deelvragen en leveren daarmee een belangrijke bijdrage aan het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag.

Er is bewust gekozen voor een semigestructureerde interviewopzet. Deze methode maakt het mogelijk om de verkregen antwoorden te structureren en onderling te vergelijken aan de hand van de kernbegrippen uit het theoretisch kader. Tegelijkertijd biedt deze vorm ruimte voor verdieping en het verkennen van aanvullende of onverwachte inzichten. De interviewvragen zijn thematisch geordend, en laten ruimte om door te vragen op relevante deelonderwerpen, afhankelijk van de expertise van de respondent en de context van het gesprek.

Om verdiepende informatie te verkrijgen is gekozen voor een brede vragenlijst met een relatief groot aantal items. Tijdens de gesprekken ligt de nadruk op het doorgronden van de hoofdlijnen, achterliggende motivatie en afwegingen van de respondenten. Per thema wordt een korte toelichting gegeven voordat de bijbehorende vragen worden besproken, waarna ruimte wordt geboden voor voorbeelden, aanvullingen of reflecties vanuit de praktijk. De interviews worden voorafgegaan door een toelichting op de doelstelling en centrale vraagstelling van het onderzoek. De thematische vragenlijst wordt vooraf gedeeld met de respondenten, zodat zij zich inhoudelijk kunnen voorbereiden. Hiermee wordt beoogd de

kwaliteit en diepgang van de gesprekken te vergroten. De vragenlijst is opgenomen in bijlage 1.

Respondentselectie

De respondenten zijn doelgericht geselecteerd op basis van hun ervaring met grondverwerving en/of vastgoedexploitatie. Zij zijn werkzaam bij zelfstandige ontwikkelaars, ontwikkelende beleggers of ontwikkelende bouwbedrijven. Het selectie criterium is dat zij voor eigen rekening en risico investeren in grondposities, zowel via traditionele verwerving als via tenderprocedures en ervaring hebben met de verwerving van posities met bestaande opstallen, al dan niet met exploitatie.

Daarnaast zijn twee academische experts geselecteerd: een hoogleraar op het gebied van Land en Real Estate Development en een promovendus die onderzoek doet naar publiek-private samenwerking bij woningbouwontwikkeling. Tot slot zijn twee deskundigen uit de strategische adviespraktijk betrokken, met diepgaande kennis van het volledige spectrum van gebiedsontwikkeling, inclusief de opzet en werking van vastgoedbeleggingsstructuren. Deze brede spreiding in perspectieven draagt bij aan de diepgang van het onderzoek en maakt het mogelijk om zowel strategische als praktische inzichten te verzamelen.

De respondentgroepen zijn als volgt onderverdeeld:

- Ontwikkelaars met eigen grondposities, zonder beleggingsfonds;
- Ontwikkelaars met eigen grondposities en een eigen beleggingsfonds;
- Academische experts op het gebied van verticale integratie;
- Strategische adviespraktijk.

Om de achtergrond van de respondenten verder te duiden, is in figuur 13 een overzicht opgenomen van de functies, categorieën en relevante ervaring. De respondenten zijn geanonimiseerd weergegeven en genummerd in de volgorde waarin de interviews hebben plaatsgevonden.

De respondenten zijn in de tabel op de rechter pagina voorzien van een nummer, zodat in de analyse van de interviewresultaten de bijdrage per respondent herleid kan worden. Per categorie is gestreefd naar minimaal twee interviews. De gesprekken duurden gemiddeld 50–75 minuten en zijn afgenomen op locatie of via Microsoft Teams.

Aantal respondenten en analyse-mogelijkheden op actorniveau

In totaal zijn er elf semigestructureerde interviews afgenomen met respondenten afkomstig uit de vier te onderscheiden actorgroepen. Deze spreiding is

04. ONDERZOEKSKADER

Figuur 13: overzicht van de respondenten

Nr.	Categorie	Functieprofiel	Organisatietype / Relevante ervaring
1	Ontwikkelaar met fonds	Adjunct-directeur	Middelgrote stichting-ontwikkelaar, bijna 30 jaar ervaring, achtergrond bij corporaties en ontwikkelende aannemer.
2	Strategisch adviseur	Partner	Strategisch adviesbureau, meer dan 20 jaar ervaring in vastgoedwaardeketen en kapitaalstructurering.
3	Ontwikkelaar zonder fonds	Directeur Development	Particulier ontwikkelbedrijf, 15 jaar actief, ervaring in breed scala aan vastgoedontwikkelingen.
4	Ontwikkelaar met fonds	Directeur Speciale Projecten	Grote gebiedsontwikkelaar, meer dan 30 jaar ervaring, achtergrond commercieel vastgoed en gebiedsontwikkeling.
5	Academisch expert	Promovendus	Onderzoeker publiek-private samenwerking, focus op woningbouwontwikkeling.
6	Academisch expert	Hoogleraar	Hoogleraar Land & Real Estate Development, expertise in de NIE en gebiedsontwikkeling.
7	Ontwikkelaar zonder fonds	Directeur Capital	Ontwikkelaar met focus op gebiedsontwikkeling en risicodragende investeringen. Bijna 20 jaar ervaring.
8	Ontwikkelaar zonder fonds	Directeur Gebiedsontwikkeling	Ontwikkelende bouwer, ca. 20 jaar ervaring, centrale rol in initiëren en begeleiden van complexe gebiedsontwikkelingen.
9	Strategisch adviseur	Partner	Adviesbureau, meer dan 20 jaar ervaring in gebiedsontwikkeling.
10	Ontwikkelaar zonder fonds	Algemeen Directeur	Ontwikkelende bouwer, meer dan 30 jaar ervaring, bedrijf genereert 80-90% van omzet uit eigen grondposities.
11	Ontwikkelaar met fonds	Chief Development Officer	Ontwikkelende belegger, 20 jaar ervaring, verantwoordelijk voor ontwikkelbedrijf en transacties aan beleggerszijde.

bewust gekozen om het onderwerp vanuit verschillende invalshoeken te benaderen. De respondenten zijn geselecteerd vanwege hun specifieke expertise en ervaring en niet om een representatieve steekproef uit de gehele

populatie te vormen. Het doel van het onderzoek is niet om statistisch significante uitspraken te doen, maar om inzicht te verkrijgen in gedeelde inzichten, onderliggende motivaties en afwegingen.

04. ONDERZOEKSKADER

Om die reden is het van belang te benadrukken dat het onderzoek zich richt op het algemene beeld dat uit de gesprekken naar voren komt. Vergelijkingen op actorniveau kunnen daardoor slechts op indicatief en globaal niveau worden gemaakt, als er zich tijdens de analyse daarvoor aanknopingspunten aandienen. Er is geen sprake van volledige verzadiging: met extra ontwikkelaars of andere actoren zouden nog meer inzichten toegevoegd kunnen worden. Het onderzoek geeft dus geen volledig beeld, maar wel een breed en verdiepend overzicht dat aansluit bij de expertise van de geïnterviewde professionals.

4.3.2 Paneldiscussie

Het tweede deel van het empirisch onderzoek bestaat uit een paneldiscussie met vijf deskundigen uit de vastgoedpraktijk bij Dura Vermeer: Divisiel directeur Vastgoed, Divisiel directeur Financiën, Directeur Gebiedsontwikkeling, Directeur Acquisitie, Propertymanager. Deze paneldiscussie is gericht op het verkennen of en hoe een exploitatiefonds past binnen de strategie van Dura Vermeer. Centraal staan de kansen, risico's en organisatorische consequenties van een dergelijk fonds.

Ter voorbereiding op de paneldiscussie is een verkennend gesprek gevoerd met de Concern-CFO van Dura Vermeer. Dit gesprek diende om gevoel te krijgen bij het strategisch en financieel perspectief binnen de organisatie, en vormde input voor het opstellen van enkele stellingen die zijn opgenomen in de gespreksleidraad.

Er is gekozen voor een paneldiscussie met een gespreksleidraad, speciaal gericht op het onderwerp exploitatiefonds. Dit onderwerp is vrij complex en raakt aan meerdere vakgebieden, zoals financiën, organisatie en strategie. Door verschillende deskundigen tegelijk met elkaar in gesprek te brengen, ontstaat de ruimte om ervaringen en meningen te vergelijken, elkaar aan te vullen of te nuanceren. Zo komen er meer lagen in het gesprek naar voren dan in een individueel interview. De gespreksleidraad helpt om de discussie te structureren en ervoor te zorgen dat alle belangrijke onderwerpen aan bod komen, terwijl er ook ruimte is voor nieuwe inzichten en praktische voorbeelden uit de praktijk.

Respondentselectie

Voor de paneldiscussie zijn uitsluitend medewerkers van Dura Vermeer geselecteerd. De deelnemers zijn doelgericht gekozen op basis van hun strategische rol binnen de organisatie of hun inhoudelijke expertise op de disciplines die relevant zijn voor het opzetten en beheren van een exploitatiefonds.

Door deze samenstelling ontstaat een breed perspectief op zowel de strategische meerwaarde als de praktische inrichting van een dergelijk fonds. De deelnemers zijn actief betrokken bij besluitvorming en beschikken over inzicht in de organisatiebrede impact van een fondsstructuur. De discussie is daarmee niet alleen bedoeld om bestaande ideeën te toetsen, maar juist ook om aanvullende inzichten en praktijkervaringen te verzamelen die bij individuele interviews mogelijk onderbelicht blijven.

De paneldiscussie duurde circa 90 minuten en is begeleid aan de hand van een thematische gespreksleidraad (zie bijlage 2).

4.3.3 verwerking en analyse

De interviews en paneldiscussie zijn met toestemming van de respondenten opgenomen via een mobiele telefoon of met behulp van de opnamefunctie van Teams. Deze opnames zijn getranscribeerd met Happyscribe en vervolgens handmatig gecontroleerd op onregelmatigheden. Daarna zijn de transcripten thematisch gecodeerd met behulp van Atlas.ti. Voor de interviews is gewerkt met een deels vooraf opgestelde coderingsstructuur: de hoofdcodegroepen zijn vooraf bepaald op basis van de onderzoeksthema's en kernbegrippen, terwijl de specifieke codes binnen deze groepen inductief zijn afgeleid uit de data. Het definitieve codeboek van de interviews bestaat uit 87 codes, verdeeld onder 21 codegroepen, en is opgenomen in bijlage 3. Voor de paneldiscussie is uitsluitend met inductieve codering gewerkt. Het definitieve codeboek van de paneldiscussie bestaat uit 33 codes, verdeeld onder 14 codegroepen, en is opgenomen in bijlage 4.

HOOFDSTUK:

5.

EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het empirisch onderzoek geanalyseerd. Eerst worden de bevindingen uit de interviews besproken aan de hand van de vijf kernbegrippen. Vervolgens volgt een verdiepende analyse langs de vier centrale onderzoeksthema's. De analyse richt zich specifiek op pre-beleggen middels een exploitatiefonds. Tot slot worden de uitkomsten van de paneldiscussie benut om het exploitatiefonds te beschouwen als mogelijke strategie voor Dura Vermeer.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

5.1 Uitkomsten per kernbegrip

In deze paragraaf zijn de uitkomsten van de interviews per kernbegrip van het analytisch raamwerk uitgewerkt. De respondenten zijn telkens vermeld bij de uitspraken die zijn gedaan. De analyse is bedoeld om een beeld te vormen hoe pre-beleggen zich verhoudt in de praktijk op de kernbegrippen en is de opmaat naar het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag in hoeverre een exploitatiefonds een rol kan spelen bij het vergroten van het aandeel (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer.

5.1.1 Onzekerheden en risico's van pre-beleggen

Uit de interviews blijkt dat het grootste deel van de respondenten het verkrijgen van de juiste bestemming of vergunning de grootste onzekerheid vindt bij het pre-beleggen (1, 2, 3, 4, 5, 8, 9, 10). Respondenten 4, 5, 9 en 10 benadrukken dat zowel de inhoudelijke onzekerheid (*"komt de bestemmingswijziging er wel?"*) als de tijdschijf waarop besluitvorming plaatsvindt, moeilijk voorspelbaar is. Zoals respondent 10 het verwoordde: *"wanneer komt die bestemmingsplanwijziging, en komt die bestemmingsplanwijziging? En hoe komt die bestemmingsplanwijziging?"*

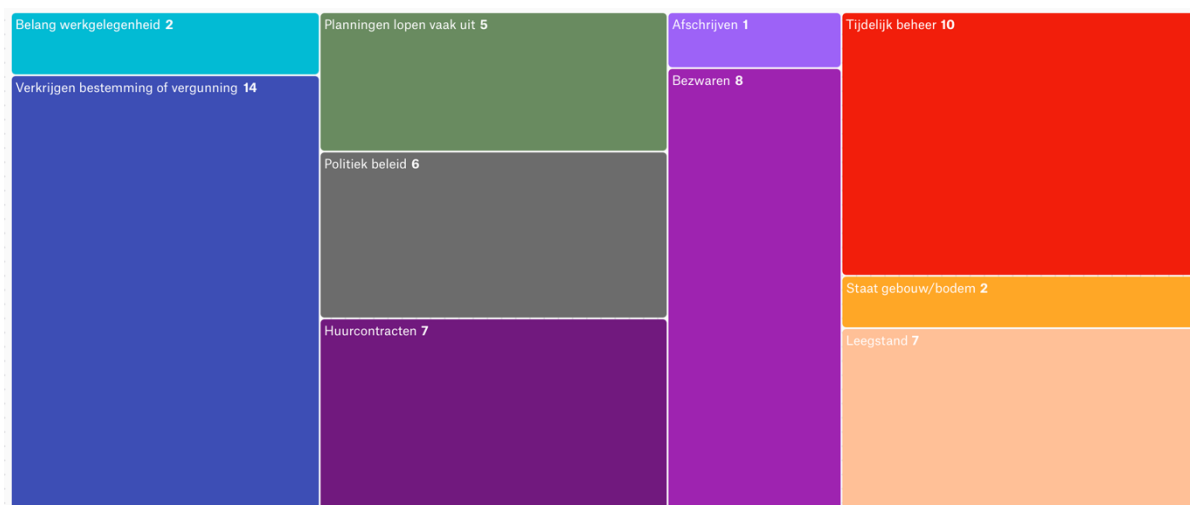
De afhankelijkheid van gemeentelijk of provinciaal beleid wordt als een structurele onzekerheid gezien (1, 2, 4, 5, 7, 9, 10, 11). Politieke veranderingen of gebrek aan consistent beleid kunnen projecten vertragen of zelfs blokkeren. Interessant daarbij is dat door een aantal respondenten (1, 2, 8) wordt benoemd dat de laatste tijd vaker naar voren komt dat wonen op gespannen voet

staat met werkgelegenheid in Gemeenten, wat ook het verkrijgen van de bestemming in de weg kan staan. Zo gaf respondent 8 aan dat een ontwikkeling tot stilstand kwam omdat de gemeente stelde: *"verkleuren tot woningbouw allemaal leuk en aardig, maar werkgelegenheid in de stad is ons ook steeds meer waard."* Meerdere respondenten benoemen expliciet dat bezwaren langdurige vertragingen veroorzaken in het verkrijgen van de vergunning (1, 2, 4, 7, 9, 10).

Ook de bestaande gebruiksstructuren vormen een bron van risico. Moeilijk opzegbare huurcontracten, huurbescherming en de juridische complexiteit van gebruikersrechten worden hierbij benoemd (2, 3, 4, 8, 9, 11). Respondent 2 wijst er expliciet op dat sterke huurrechten en weinig professioneel contractbeheer tot langdurige vertragingen kunnen leiden.

Tijdelijk beheer wordt eveneens als risicovol ervaren: respondenten noemen technische gebreken, vandalisme, kraak en verantwoordelijkheden rondom beheer en verhuur als factoren die zowel operationele als financiële risico's met zich meebrengen (2, 3, 4, 7, 8, 9, 11). Dit sluit aan bij de onzekerheid over leegstand en de problematiek die dat met zich meebrengt (3, 5, 8, 9, 10), met mogelijk een negatieve uitstraling op de omgeving, de kosten van leegstand en uiteindelijk zelfs waardeverlies worden benoemd. Respondent 2 illustreerde dit met de opmerking dat *"op het moment dat je een leegstaande situatie aantreft, krijg je ook weer risico's met vandalisme, met kraak en al dat soort activiteiten waardoor je misschien tijdelijk antikraak in moet zetten."*

Figuur 14: Frequentiegrafiek type onzekerheden en risico's pre-beleggen



05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

In figuur 14 is de frequentiegrafiek opgenomen van de typen onzekerheden en risico's van het pre-beleggen die tijdens de interviews zijn benoemd. Voor deze en de volgende frequentiegrafieken geldt dat ze laten zien hoe vaak specifieke codes in de interviews zijn genoemd, wat niet direct correspondeert met het aantal respondenten dat hierover sprak. Er is alleen een frequentiegrafiek opgenomen wanneer er sprake was van vijf of meer verschillende antwoorden. Bij minder dan vijf verschillende antwoorden is ervoor gekozen om deze alleen tekstueel toe te lichten, omdat een grafiek in dat geval weinig toegevoegde waarde biedt ten opzichte van de beschrijving in de tekst en grotendeels een herhaling zou zijn.

De respondenten zien mogelijkheden om deze onzekerheden en risico's te reduceren. Ten eerste benadrukt het grootste deel van de respondenten (2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 11) dat het hebben van een lopende cashflow tijdens de ontwikkelingsperiode het risico aanzienlijk verlaagt. Dit stelt partijen in staat om het vastgoed langere tijd vast te houden zonder direct verlies te lijden, wat financiële druk vermindert. Daarmee ontstaat ook een bepaalde 'rust' voor de organisatie: *"dat vinden we zo prettig aan dit soort beleggingen te kopen, dat je in ieder geval nog een cashflow hebt gedurende de tijd dat het langer duurt"* (11).

Een andere maatregel die werd benoemd (1, 2, 3, 4, 5, 7, 9, 10) is om betalingen uit te stellen of te faseren, zodat financiële risico's beperkt worden zolang de ontwikkeling

nog heel onzeker is. Voorbeelden die worden benoemd zijn optie- of reserveringsvergoedingen of betalen in tranches bij het behalen van planologische mijlpalen. Hoe meer een ontwikkelaar betaling kan uitstellen totdat zekerheid is verkregen, hoe minder risico wordt gedragen: *"ik ken een kantoor dat werd aangekocht waarbij de transactieprijs pas werd voldaan bij het daadwerkelijk vrijkomen van de locatie voor ontwikkeling. Dat is een zekerheid dat je pas hoeft te betalen als je zeker weet dat de locatie vrijkomt"* (6).

Een aantal respondenten stelt dat het belangrijk is het vastgoed bij aankoop ook als beleggingsobject te beoordelen in zijn huidige staat (as-is-where-is), en dus niet enkel op basis van toekomstige ontwikkelambitie. Dit leidt tot meer realistische en daarmee conservatieve waarderungen en verwachtingen (2, 5, 7, 9). Respondent 7 benadrukte dit: *"Bij aankoop een goede analyse maken van de business case. Dus niet te veel blindstaren op de ontwikkelpotentie, maar net zo goed de as-is-where-is situatie waarderen."*

Een aantal respondenten benoemt nog het belang van alternatieve gebruiksmogelijkheden van het vastgoed of in ieder geval de vrijheid het gebouw te mogen blijven gebruiken onder de huidige bestemming (5, 6, 7, 9). Respondent 9 stelde: *"die flexibiliteit, dat je altijd nog terug kan naar wat het was."* Dit verkleint de kans op leegstand en biedt een terugvaloptie op een alternatief scenario mocht de ontwikkeling niet slagen.

Figuur 15: Frequentiegrafiek reductiemaatregelen onzekerheden en risico's pre-beleggen



05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Tot slot kan het risico van het tijdelijk beheer deels worden ondervangen door het professioneel in te richten (8, 9). Zoals respondent 8 aangaf: *“die risico’s die betrekking hebben op het in eigendom hebben van vastgoed vergen heel professioneel assetmanagement en een hele goede juridische begeleiding.”*

In figuur 15 is de frequentiegrafiek opgenomen van de maatregelen om onzekerheden en risico’s van het pre-beleggen te verkleinen die tijdens de interviews zijn benoemd.

5.1.2 (Leverings)zekerheid

Grondeigendom wordt herhaaldelijk genoemd als belangrijke vorm van zekerheid. Eigendom verschaft juridische zeggenschap en maakt het mogelijk om als volwaardige gesprekspartner aan tafel te zitten bij planvorming (1, 5, 8, 9, 10, 11). Bijvoorbeeld met een eigen ontwikkelvisie (2, 10, 11). Zoals respondent 1 het benadrukte: *“eigendom geeft rechten”*.

Een terugkerend thema is de aanwezigheid van een ontwikkelperspectief: meerdere respondenten benoemen het belang dat een locatie voorkomt in een gemeentelijke visie of ander beleidsdocument (1, 2, 5, 6, 7, 9, 11). Deze planologische inbedding wordt vaak gezien als indicatie dat de kans op ontwikkeling reëel is en het risico relatief beperkt blijft: *“als je in een visie van de gemeente staat in de binnenstad, ervaren wij dat eigenlijk als bijna geen risico”* (11).

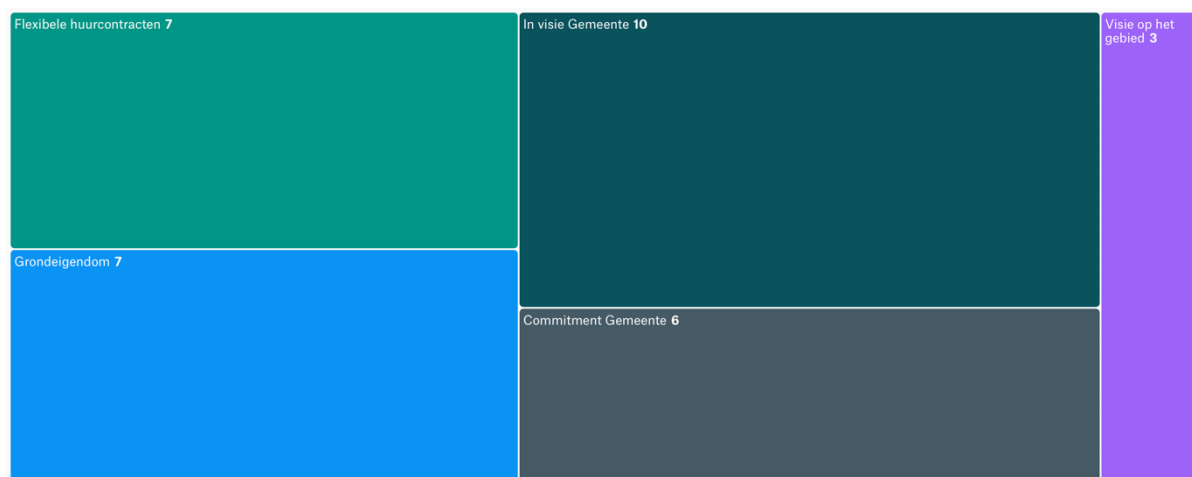
Naast de visies wordt ook het hebben van commitment vanuit de Gemeente, met concrete afspraken of een intentieovereenkomst als belangrijk ervaren (2, 7, 8, 9, 10). Dit geeft meer juridische en politieke zekerheid dat het plan doorgang kan vinden. Respondent 10 gaf aan dat zekerheid vooral gezocht wordt in afspraken die *“perspectief bieden op ontwikkelingsmogelijkheden”*.

Een thema dat bij meerdere respondenten speelt is de noodzaak van goede (tijdelijke of flexibele) huurcontracten, om tijdig over de locatie te kunnen beschikken (2, 5, 9, 10, 11). *“Contractflexibiliteit is cruciaal”*, aldus respondent 9. Tegelijkertijd wees een ander (3) erop dat huurders niet zomaar te verplaatsen zijn, waardoor ontwikkelaars met tijdelijke of korte contracten de timing zorgvuldig moeten beheersen.

In figuur 16 is de frequentiegrafiek opgenomen van de typen zekerheden van het pre-beleggen die tijdens de interviews zijn benoemd.

Veruit de meest genoemde strategie om leveringszekerheid te vergroten is het onderhouden van sterke relaties met de gemeente (1, 2, 4, 8, 9, 11). Hierbij gaat het om zowel bestuurlijke als ambtelijke lijnen: *“gewoon een kneitergoede relatie met de gemeente is wel heel erg belangrijk”* (9). Een van de respondenten (6) voegt hieraan toe dat het beschikken over voldoende regionale kennis, het kennen van lokale beleidsstructuren en actoren, een bepalende rol speelt in het kunnen inschatten van ontwikkelkansen.

Figuur 16: Frequentiegrafiek type zekerheden pre-beleggen



05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Naast de gemeente wordt ook het breder managen van stakeholders genoemd als belangrijk (8, 11). Dat gaat over het betrekken van omwonenden, de omgeving, en andere betrokkenen bij het project. Dit verhoogt het draagvlak, en daarmee de kans op realisatie van de plannen.

Een andere veelgenoemde strategie is het zoeken van samenwerking met andere partijen (1, 2, 3, 5, 7, 9, 10), zoals collega-ontwikkelaars, family-offices en institutionele beleggers. Door risico's en kapitaal te delen wordt het investeringsprofiel gunstiger (*"niet al je geld in één mandje, maar zorgen dat meerdere partijen met je meedoen"* (7)) en zorgt ervoor dat partijen hun kennis, middelen en belangen bundelen, waardoor de kans op realisatie vergroot wordt.

5.1.3 Transactiekosten

Vanuit de interviews kan een breed scala aan transactiekosten worden onderscheiden. Specifiek voor het pre-beleggen wordt het belang van een gedegen analyse van huurcontracten benoemd, en de daarmee samenhangende onderzoekskosten (2, 3, 4, 5, 6, 9, 11). Zoals respondent 6 benadrukte: *"je wilt weten wat voor exploitanten daar actief zijn en wat de huurcontracten zijn"*.

Daarnaast worden technische onderzoeken zoals o.a. asbest- en bodemonderzoek en de staat van het gebouw vaak als noodzakelijke kostenposten genoemd (2, 3, 4, 7, 11). Omdat je hier met bestaand vastgoed te maken hebt wil je *"misschien wat eerder technische due diligence uitvoeren om te weten wat de staat van de huidige bebouwing is"* (7).

Transactiekosten die bij pre-beleggen specifiek gelden is de overdrachtsbelasting, dat werd herhaaldelijk benoemd aangezien de panden in exploitatie blijven en daarmee in het overdrachtsregime vallen (1, 3, 4, 7, 8, 9, 10). Verder worden de kosten voor makelaar en notaris als vanzelfsprekend beschouwd (1, 2, 3, 4, 7, 8, 9, 10), plankosten en interne uren om vroegtijdig het gesprek te kunnen voeren en scenario's door te rekenen (1, 2, 3, 6, 9, 11) en de kosten van de tijdelijke exploitatie (2, 5, 6, 8 en 10): *"je hebt het immers ook over de kosten om het going concern van het project op te pakken"* (2).

Heel specifiek werden ook de kosten voor marktonderzoek om überhaupt de proposities in beeld te krijgen door een aantal respondenten benoemd (2, 5 en 6), waarbij een van de respondenten specifiek de nadruk legde de regionale/lokale marktkennis.

In figuur 17 is de frequentiegrafiek opgenomen van het type transactiekosten van het pre-beleggen die tijdens de interviews zijn benoemd.

De meeste respondenten benoemen efficiëntie in het beheer van het vastgoed als een sleutel om transactiekosten te beperken. Het gaat hierbij om strak georganiseerde exploitatie, goed assetmanagement en het bundelen van kennis of taken (2, 6, 8, 9, 10, 11). Daarbij worden ook schaalvoordelen genoemd: wie vaker met dit type belegging werkt, bouwt kennis en routines op waardoor kosten omlaaggaan. Zoals respondent 5 het verwoordde: *"hoe vaker je dit trucje doet, als je investeert in kennis en kunde, dan denk ik dat je schaalvoordelen kunt bereiken"*.

Figuur 17: Frequentiegrafiek type transactiekosten pre-beleggen



05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Specifiek voor de overdrachtsbelasting wordt aangegeven te zoeken naar het vermijden of minimaliseren hiervan, terwijl geen van de respondenten direct kan aangegeven wat hierin de aanpak zou moeten zijn.

5.1.4 Flexibiliteit

Programmatistische flexibiliteit wordt door vrijwel alle respondenten (1, 3, 4, 6, 8, 9, 10, 11) als cruciaal ervaren bij pre-beleggen (*"Ik denk dat die wel het aller, aller, allerbelangrijkste is"* (9)). Het gaat hierbij om de vrijheid om het programma (functie, omvang, typologie) aan te passen aan veranderende omstandigheden of marktvraag: *"dus kan je omkatten van gestapeld naar grondgebonden? Kan je van duur naar goedkoop in aantallen en al dat soort type flexibiliteit"* (9).

Naast inhoudelijke flexibiliteit in het programma, wordt flexibiliteit in fasering en timing als belangrijk genoemd (1, 4, 8, 9, 10). Dit verwijst naar de mogelijkheid om gefaseerd te ontwikkelen, bijvoorbeeld in deelprojecten, afhankelijk van marktvraag of externe ontwikkelingen (zoals de voortgang van andere partijen in een gebiedsontwikkeling). *"Het gefaseerd ontwikkelen van deelprojecten maakt het mogelijk om investeringen te spreiden en telkens weer kasstromen te genereren, waardoor risico's beheersbaar blijven"* (4)

Uit de interviews blijkt dat het bewust niet te vroeg vastleggen van ruimtelijke, juridische en planologische randvoorwaarden een belangrijke strategie is om flexibiliteit te behouden bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed (3, 6, 7, 10, 11). Meerdere respondenten geven aan dat het juist in deze vroege fase waardevol is om ruimte open te houden voor toekomstige aanpassingen. Respondent 11 geeft dit treffend weer: *"leg het nou niet te vroeg vast, omdat je de tijd ook hebt"*.

Ook werd gewezen op de keerzijde van een strak omlijnd plan. Zoals een respondent het formuleerde: *"een bestemmingsplan, of nu een omgevingsplan, geeft zekerheid over wat ergens mag. Maar hoe duidelijker dat omschreven wordt, hoe minder flexibiliteit er is"* (3). Daarom wordt gepleit voor het zoveel mogelijk openhouden van ruimtelijke mogelijkheden, zodat ontwikkelaars kunnen inspelen op veranderende omstandigheden.

5.1.5 Continuïteit

De interviews laten zien dat een stabiele projectenstroom op de lange termijn sterk afhankelijk is van doelgerichte sturing op zowel de omvang als de samenstelling van de portefeuille. Een breed gedeeld inzicht onder de respondenten is dat een stabiele langetermijnprojectenstroom alleen haalbaar is bij een voldoende grote projectportefeuille. Zoals respondent 5 stelde: *"je moet echt een hele*

grote portefeuille hebben om die continue stroom te kunnen waarborgen, omdat er gewoon ook heel veel tegenvalt". Zonder schaal en volume is het lastig om fluctuaties in aanbod, planvorming of vergunningen op te vangen (2, 5, 9, 10, 11).

Minstens zo belangrijk als volume is volgens een ruime meerderheid van de respondenten de spreiding binnen de portefeuille (1, 2, 3, 4, 6, 8, 9, 11). Diversiteit wordt opgevat als een mix van projecten in soort verwerving (pre-beleggen, grondbeleggen, tenders en klassieke grondverwerving), schaalgrootte, regio's en fase waarin de ontwikkeling zich bevindt. Respondent 11 lichtte bijvoorbeeld toe dat hij streeft naar *"de helft pre-beleggen en de andere helft tenders of buiten stedelijk"*.

Placemaking wordt gezien als een effectieve strategie om de continuïteit in gebiedsontwikkeling te versterken (3, 4, 6, 11). Respondenten zien tijdelijke exploitatie van locaties niet alleen als overbrugging van de periode tot realisatie, maar juist als een manier om actief bij te dragen aan de toekomstige ontwikkelrichting van een gebied: *"voor ons is de tijdelijke exploitatie ook een brug naar de toekomstige ontwikkeling, dus we willen er veel aandacht aan besteden, ook bij de keuze van huurders"* (7). Een van de respondenten benoemt dat placemaking ook strategisch ingezet kan worden om de bestuurlijke voortgang te versnellen: *"het omarmen van tijdelijke functies of collectieven kan de gemeente bereid maken sneller mee te werken aan bestemmingsplanwijzigingen, en kan zelfs bijdragen aan de branding van een gebied"* (2).

5.1.6 Conclusie

De analyse van de interviews laat zien hoe pre-beleggen zich in de praktijk verhoudt tot de kernbegrippen uit het analytisch kader, en welke aandachtspunten daarbij een rol spelen. Een overzicht van de belangrijkste aandachtspunten en bijbehorende strategieën per kernbegrip is opgenomen in figuur 18. Wanneer hiermee rekening wordt gehouden, kan pre-beleggen via een exploitatiefonds voor Dura Vermeer een effectief middel zijn om het aandeel toekomstige ontwikkellocaties structureel te vergroten.

Opvallend is dat veel van de genoemde strategieën gericht zijn op het verkleinen van onzekerheden en risico's en het vergroten van zekerheden. Dit roept de vraag op in hoeverre pre-beleggen nog als instrument wordt gezien om juist vroegtijdig in onzekere situaties te kunnen instappen. Wanneer de randvoorwaarden zo zwaar wegen dat pas bij een hoge mate van zekerheid wordt overwogen om tot verweving over te gaan, dreigt het oorspronkelijke doel van pre-beleggen teniet te worden gedaan. Deze spanning verdient aandacht in de verdere overwegingen rondom de inzet van een exploitatiefonds.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Figuur 18: Samenvatting belangrijkste aandachtspunten en genoemde strategieën per kernbegrip

Kernbegrip	Belangrijkste aandachtspunten	Genoemde strategieën of maatregelen	Opmerkelijke bevindingen
Onzekerheden en risico's	• Verkrijgen bestemming of vergunning (1-5, 8-10); • Onzeker overheidsbeleid (1, 2, 4, 5, 7, 9-11); • Bezwaren (1, 2, 4, 7, 9, 10); • Bestaande gebruiksstructuren (2-4, 8, 9, 11); • Tijdelijk beheer (2-4, 7-9, 11); • Leegstand (3, 5, 8-10).	• Lopende cashflow (2-8, 11); • Uitgestelde of gefaseerde betaling (1-5, 7, 9, 10); • Beoordeling/waardering huidige staat (1, 5, 7-9); • Alternatieve aanwending (5-7, 9); • Professioneel tijdelijk beheer (8,9).	Trend dat wonen op gespannen voet staat met werkgelegenheid in Gemeenten.
Leverings zekerheid	• Grondeigendom (1, 5, 8-11); • Aanwezigheid ontwikkelperspectief (1, 2, 5-7, 9, 11); • Commitment Gemeente (2, 7-10); • Goede huurcontracten (2, 5, 9-11).	• Sterke relatie Gemeente (1, 2, 4, 8, 9, 11); • Stakeholdermanagement (8, 11); • Samenwerking zoeken (1-3, 5, 7, 9, 10).	Het beschikken over voldoende regionale kennis, het kennen van lokale beleidsstructuren en actoren, speelt een bepalende rol in de voortgang en het succes.
Transactie kosten	• Onderzoek huurcontracten (2-6, 9, 11); • Technisch onderzoek (2-4, 7, 11); • Tijdelijke exploitatie (5, 6, 8, 10); • Transactiekosten zoals OVB, adviseurs (1-4, 7-10); • Marktonderzoek (2, 5, 6).	• Effectiviteit in beheer (2, 6, 8-11); • Schaalvoordelen (5, 6, 9).	Specifieke regionale/ lokale marktkennis benodigd om ontwikkelkansen op waarde te kunnen schatten.
Flexibiliteit	• Programmatische flexibiliteit (1, 3, 4, 6, 8-11); • Fasering en timing (1, 4, 8-10).	• Niet te vroeg vastleggen van randvoorwaarden (3, 6, 7, 10, 11).	Het cruciale belang van voldoende ruimte voor toekomstige aanpassingen.
Continuïteit	• Een voldoende grote projectenportefeuille (2, 5, 9-11); • Spreiding binnen de portefeuille (1-4, 6, 8, 9, 11).	• Placemaking (2-4, 6, 11).	Het is juist de mix in de portefeuille die zorgt voor continuïteit.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

5.2 Samenvatting van de resultaten per thema

In deze paragraaf zijn de uitkomsten van de interviews per onderzoeksthema uitgewerkt. De respondenten zijn telkens vermeld bij de uitspraken die zijn gedaan.

5.2.1 Positionering pre-beleggen ten opzichte van andere strategieën

Pre-beleggen wordt op basis van de vijf kernbegrippen afgezet tegen andere verwervingsstrategieën (grondbeleggen, klassieke grondverwerving en tenderen), met als doel een integrale positionering te formuleren en antwoord te geven op de vraag hoe een exploitatiefonds zich verhoudt tot andere strategieën voor het verwerven van ontwikkellocaties.

Onzekerheden en risico's

Hoewel de meningen uiteenlopen, plaatsen de respondenten pre-beleggen overwegend als een strategie met een midden risicoprofiel, tussen tenderen en grondbeleggen in. Een deel van de respondenten waardeert pre-beleggen omdat het ontwikkelaars invloed en regie geeft in een vroeg stadium, zonder dat de risico's direct zo hoog zijn als bij speculatief grondbeleggen. Zo noemt een respondent (11) pre-beleggen zelfs de minst risicovolle vorm van verwerving: *"pre-beleggen heeft natuurlijk het minste risico"*. Een andere respondent (6) acht het relatief beheersbaar, omdat er vaak sprake is van bestaande vastgoedfuncties die inkomsten genereren (*"je financiële continuïteit is meer gewaarborgd omdat je een voortdurende kasstroom hebt"*), en omdat het veelal plaatsvindt op locaties waar de gemeente al ambities of plannen heeft, wat de kans op succesvolle ontwikkeling vergroot. Deze zienswijze wordt ondersteund door respondent 8, die de waarde van vastgoedopbrengsten als belangrijke risico-beperkende factor benoemt.

Tegelijkertijd is er ook een groep respondenten die pre-beleggen juist als risicovol bestempelt. Respondenten 1 en 5 wijzen op de hoge kosten, planologische onzekerheid en lange doorlooptijden als belangrijke nadelen, waarbij het risico bestaat dat de verwerving niet altijd leidt tot daadwerkelijke realisatie.

Wat betreft de andere strategieën is er opvallend meer eensgezindheid. Tenderen wordt door meerdere respondenten (1, 3, 5, 6, 8) gezien als de minst risicovolle vorm, omdat het relatief weinig financiële inzet vraagt in de beginfase en doorgaans duidelijkheid biedt over wat er ontwikkeld mag worden: *"bij een tender heb je ook gewoon een heel stevig contractueel kader, waarin ook een bouwtitel zit. En dan heb je dus zowel grip en risicobeheer"* (8). Klassieke verwerving wordt veelal gepositioneerd als een tussenoptie: risicovoller dan tenderen, maar minder onzeker dan grondbeleggen (respondenten 3, 4, 5, 6, 8).

Grondbeleggen wordt unaniem beschouwd als de meest risicovolle en onzekere strategie, vanwege het sterk speculatieve karakter: men investeert zonder enige garantie op planvorming of realisatie. Zoals respondent 11 stelt: *"Ook als je buiten stedelijk in de visie staat, dan is er gewoon een hele grote kans dat het niet gaat gebeuren"*.

De respondenten erkennen dat pre-beleggen een eigen dynamiek kent: het biedt meer invloed dan tenderen, maar brengt ook grotere risico's met zich mee. Vooral wanneer de tijd tussen verwerving en ontwikkeling lang is. Een lichte meerderheid ziet pre-beleggen daarom als een strategische middenpositie, terwijl een kleinere groep het juist als relatief risicovol en onzeker beschouwt.

(Leverings)zekerheid

Pre-beleggen wordt door een groot deel van de respondenten gezien als een verwervingsstrategie met een hoge leveringszekerheid. Een aantal respondenten (3, 8, 11) benadrukt dat pre-beleggen in hun ervaring vrijwel gegarandeerd leidt tot ontwikkelkansen: *"de kans tot ontwikkelen is tot op heden bij ons 100% geweest"* (11). Deze vorm stelt hen in staat om eerder en pro-actiever in te spelen op locaties, wat een directe bijdrage levert aan de continuïteit van de pijplijn. Ook wordt het voordeel genoemd dat men bij pre-beleggen minder afhankelijk is van marktcompetitie, zoals bij tenderprocedures het geval is.

Anderen vinden het juist minder zeker door juridische en praktische belemmeringen die de ontwikkeling kunnen vertragen of verhinderen en de onduidelijkheid over het verkrijgen van de beoogde bestemming (1, 5, 7). In hun rangorde komt pre-beleggen dan ook lager uit vanuit het perspectief van leveringszekerheid dan klassieke verwerving of tenderen.

Tegelijkertijd plaatsen anderen kanttekeningen. Volgens respondent 1 hangt leveringszekerheid sterk samen met het voortgezet gebruik van het pand: *"je hebt nog te maken met verhuur of pacht, met bijbehorende zekerheden"*. Ook werd gewezen op juridische en praktische belemmeringen die de ontwikkeling kunnen vertragen of verhinderen en de onduidelijkheid over het verkrijgen van de beoogde bestemming (1, 5, 7). Vanuit dit perspectief scoort pre-beleggen lager dan klassieke verwerving of tenderen.

Wat betreft de andere strategieën wordt klassieke verwerving door twee respondenten als de meest zekere vorm gezien, omdat deze doorgaans plaatsvindt op het moment dat er duidelijkheid is over het plan en de levering nauwkeurig wordt beïnvloed door externe partijen of procedures. Zij zetten deze bovenaan de rangorde (5, 7). Tenderen wordt door sommigen als onzeker beschouwd vanwege de lage winkans en hoge concurrentie (1, 3, 11), terwijl tegelijkertijd juist de grote zekerheid na winst wordt

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

benadrukt. Bij winst is er veelal snelheid richting realisatie en dus een hoge leveringszekerheid: *“als je een tender wint is het ideaal, want dan is het ruimtelijk kader er meteen al en ben je al heel ver”* (3). Dus bij winst heel hoog, bij verlies nul. De leveringszekerheid van grondbeleggen wordt vrijwel unaniem benoemd als de optie met de minste leveringszekerheid, vanwege de grote afhankelijkheid van politiek beleid en andere externe factoren: *“je koopt bijvoorbeeld agrarisch aan en je hebt echt geen idee of die gaat verkleuren”* (8).

Transactiekosten

Er worden aanzienlijke verschillen ervaren in transactiekosten tussen de verschillende vormen van grondverwerving. Over het algemeen worden tenders als de meest kostbare vorm beschouwd, met hoge transactiekosten vanwege intensieve voorbereiding, faalkosten en noodzakelijke inzet van personeel en middelen (1, 6, 7, 8, 11). Zoals respondent 5 het uitdrukte: *“tenders zijn niet goedkoop; alleen al meedoen brengt hoge faalkosten met zich mee”*

Pre-beleggen wordt door velen gepositioneerd tussen tenders en grondbeleggen in: hoewel het minder faalkosten kent dan tenders, vergt het wel substantiële inzet in de vorm van onderzoeken (*“je moet de bestaande situatie ook veel beter onderzoeken”* (4)), contractvorming en afstemming met publieke partijen (5, 8, 11). Grondbeleggen daarentegen wordt unaniem beschouwd als de vorm met de laagste transactiekosten. Deze vorm vereist doorgaans minder onderzoek (*“waar je bij grondbeleggen misschien alleen een bodemonderzoek zou doen”* (7)) en overleg, wat resulteert in een efficiënter proces (1, 4, 6). Daarmee bevestigen de respondenten in grote lijnen een hiërarchie in transactiekosten, waarin tenderprocedures het zwaarst drukken en grondbeleggingen het minst.

Opvallend is dat de meeste respondenten, met uitzondering van de academici, moeite hebben met het begrip transactiekosten zoals het in de theorie is bedoeld. In plaats daarvan worden concrete procesonderdelen genoemd, zoals voorbereidingstijd, faalkosten of personele inzet. Dit wijst erop dat het concept van transactiekosten in de praktijk weinig wordt gebruikt, en dat er vooral wordt geredeneerd vanuit praktische ervaring met specifieke procedures.

Theoretisch gezien zijn transactiekosten sterk gekoppeld aan informatieonzekerheid. Vanuit dat perspectief is het opmerkelijk dat tenderprocedures, die juist gepaard gaan met uitgebreide documentatie en transparantie, als kostbaar en risicovol worden beschouwd. Dit suggereert dat in de praktijk andere factoren, zoals druk van concurrenten of faalkosten, minstens zo zwaar wegen. Hoewel pre-beleggen vaak als efficiënter wordt beschouwd dan tenderprocedures, is het de vraag of dit in de praktijk ook zo

uitpakt wanneer sprake is van hoge risico's. De indruk van lagere transactiekosten lijkt mede voort te komen uit het feit dat het concept transactiekosten door de meeste respondenten niet helemaal wordt begrepen. Daardoor worden kosten voor bijvoorbeeld onderzoek, onderhandelingen en contractvorming mogelijk onderschat.

Flexibiliteit

Pre-beleggen wordt over het algemeen beschouwd als een flexibele vorm van verwerving, omdat je als grondeigenaar vaak zelf de regie hebt en vroegtijdig invloed kunt uitoefenen op het programma en de ontwikkeling. Je koopt tijd en houdt meerdere opties open (1, 3, 5, 6, 7, 8, 11): *“We hebben veel meer flexibiliteit, want je neemt de tijd en je kan dus ook inspelen op veranderende situaties”* (11). De nuance die een van de respondenten hierbij geeft is dat je wel vaak te maken hebt met een bestaande context en stakeholders waar je rekening mee moet houden, wat flexibiliteit kan beperken (6).

Grondbeleggen wordt nog net iets flexibeler beschouwd (1, 3, 5, 6, 7, 8), want grond is vaak 'kaal', zonder programma of voorschriften. Er zijn weinig directe verplichtingen of externe beperkingen. Respondent 1 merkt hierover op dat *“met agrarische grond je eigenlijk een soort leeg canvas hebt, met minder omgevingsfactoren waar je rekening mee moet houden”*. De tender wordt unaniem als het minst flexibel beschouwd. De randvoorwaarden liggen bij een tender doorgaans vast, waardoor er weinig tot geen ruimte is voor maatwerk of eigen invulling. Vaak moet worden voldaan aan vooraf vastgestelde eisen en programma's. De klassieke grondverwerving wordt afwisselend beoordeeld, het geeft meer ruimte dan bij een tender, maar minder dan bij pre-beleggen of grondbeleggen (3, 5, 6, 7, 8).

Continuïteit

Uit de interviews blijkt dat pre-beleggen onder de respondenten het vaakst wordt genoemd als de vorm van grondverwerving die de grootste bijdrage levert aan continuïteit in de ontwikkelstroom, zonder kapitaalslast (3, 5, 8, 10, 11). Zij geven aan dat pre-beleggen ervoor zorgt dat ontwikkelposities tijdig beschikbaar zijn en projecten beter op elkaar afgestemd kunnen worden, wat leidt tot een meer constante stroom van ontwikkel- en bouwactiviteiten. Een van de respondenten onderschrijft dit (10), maar nuanceert dat pre-beleggen alleen effectief bijdraagt aan continuïteit wanneer het gericht wordt toegepast op strategische posities en met een langetermijnvisie. Een kleinere groep respondenten plaatst kanttekeningen bij de continuïteit van pre-beleggen. Zij wijzen op de onzekerheid of verworven posities daadwerkelijk tot ontwikkeling kunnen komen, en stellen dat de mate van continuïteit afhankelijk is van de concrete invulling en timing van verwerving (5, 6).

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Andere vormen van verwerving borgen in meer of mindere mate de continuïteit. Klassieke grondverwerving wordt als degelijk alternatief genoemd (4, 7), maar draagt volgens de meesten minder bij aan structurele continuïteit dan pre-beleggen. Tenderen wordt door de meeste respondenten als minder continu ervaren, vanwege het incidentele en onvoorspelbare karakter (1, 3, 8, 10): *“Als je een tender meedoet, weet je precies wanneer je kan beginnen... maar dan kan het ook zijn dat je drie jaar niks zit te doen”* (3). Grondbeleggen wordt benoemd als mogelijkheid om continuïteit te bieden, als de planprocedures slagen maar wel met de kanttekening dat de groundbank groot genoeg moet zijn (10): *“dat kan alleen als je een hele lange horizon hebt en ook al een grote bak met projecten”*.

Conclusie

De kernpunten uit de voorgaande paragraaf zijn in onderstaande tabel (figuur 19) samengevat. Deze laat zien hoe pre-beleggen zich onderscheidt van en verhoudt tot de andere verwervingsstrategieën.

Uit de interviews komt naar voren dat pre-beleggen wordt gezien als een strategie die een goede balans biedt tussen invloed, controle en risico. Het lijkt vooral geschikt voor ontwikkelaars met een langetermijnvisie, die actief willen sturen op locatieontwikkeling en bereid zijn te investeren in tijd en middelen. Hoewel pre-beleggen geen garantie op succes biedt, kan het een krachtig middel zijn voor structurele groei en een sterke positie in de markt. In tegenstelling tot het meer speculatieve karakter van grondbeleggen of de afhankelijkheid van tenders, stelt pre-beleggen ontwikkelaars in staat om vroegtijdig in te spelen op toekomstige gebiedsontwikkelingen.

Figuur 19: Pre-beleggen in verhouding tot andere verwervingsstrategieën

Kernbegrip	Grondbeleggen	Belangrijkste aandachtspunten	Klassieke verwerving	Tenderen
Onzekerheid en risico's	-- Hoogst (speculatief, geen zekerheden)	- Gemiddeld tot hoog (regie, maar onzekerheden in tijd en beleid)	0 Gemiddeld (bij planologische duidelijkheid)	+ Laag (heldere kaders bij gunning)
Leveringszekerheid	-- Laag (sterk afhankelijk van externe factoren en beleid)	± Wisselend (sommigen zien hoge zekerheid, anderen wijzen op juridische onzekerheden)	+ Hoog (bij duidelijkheid over plan en levering)	± Alles-of-niets (bij winst hoog, bij verlies laag)
Transactiekosten	+ Laag (weinig voorbereiding)	0 Gemiddeld (juridische-, onderzoeks- en advieskosten)	0 Gemiddeld	-- Hoog (veel inzet, faalkosten bij verlies)
Flexibiliteit	++ Hoogst (maximale ruimte, blanco positie)	+ Hoog (veel invloed, maar bestaande structuren)	0 Gemiddeld	- Laag (vaste kaders vooraf)
Continuïteit	± Wisselend (afhankelijk van succes in planprocedures)	+ Hoog (strategische opbouw pijplijn)	0 Beperkt (vaak reactief, korte termijn)	- Laag (incidenteel en onvoorspelbaar)

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

5.2.2 Waargenomen voordelen, beperkingen en risico's

Op basis van de uitkomsten van de interviews wordt antwoord gegeven op de vraag welke voordelen, beperkingen en risico's ontwikkelaars zien bij het gebruik van een exploitatiefonds.

Voordelen

Uit de interviews komt naar voren dat pre-beleggen door ontwikkelaars als een strategisch waardevolle aanpak wordt beschouwd, met een aantal motieven die door meerdere respondenten worden benoemd. Allereerst blijkt het kopen van tijd een belangrijk voordeel (3, 7, 8, 11), vooral omdat ontwikkeltrajecten vaak vertraging oplopen. Zoals respondent 8 het samenvatte: *"als je de cashflow op orde hebt, koop je tijd, en tijd vertaalt zich in flexibiliteit, omdat je langer de ruimte hebt om het gesprek met gemeente en omgeving te voeren"*.

Pre-beleggen wordt gezien als instrument voor risico-reductie binnen de ontwikkelportefeuille (11): *"ongeveer de helft van de portefeuille zit zo in elkaar en dat is wel een enorme risico demping, want we hebben ook heel veel grondposities waar geen cashflow uit komt en geen tijdelijke exploitatie op zit"*. Door het spreiden van investeringen over tijd en locatie ontstaat een robuustere ontwikkelstrategie, wat belangrijk is gezien de onvoorspelbaarheid van gebiedsontwikkelingen. Ook kunnen ontwikkelaars door pre-beleggen beter inspelen op veranderende marktomstandigheden, wat de economische efficiëntie ten goede komt.

Een ander voordeel is de bijdrage aan het verlagen van het financiële downside risico, waarbij de aanwezigheid van een stabiele cashflow als beschermingsmechanisme wordt genoemd (1, 4, 8, 11). Respondenten benadrukken dat posities vaak inkomsten genereren via tijdelijke exploitatie of verhuur. Deze kasstromen fungeren als financieel vangnet en zorgen ervoor dat er tijdens planvorming of vertraging geen directe verliezen worden geleden. Dit financiële vangnet versterkt bovendien het eerder benoemde voordeel van tijd kopen. Doordat er inkomsten blijven binnenkomen, ontstaat er ook in financiële zin de ruimte om het proces zorgvuldig en zonder druk te doorlopen. Zoals respondent 11 stelde: *"zo'n positie heeft worst case 5% per jaar opgeleverd en als dat je downside is, dan is dat overzichtelijk"*.

Tot slot noemen respondenten (6, 7, 10) dat het via pre-beleggen vaak makkelijker is om locaties te verkleuren, vooral binnen het bestaande stedelijke gebied. Gemeenten tonen in dergelijke gevallen vaker bereidheid tot medewerking dan bijvoorbeeld bij grondbeleggen (*"van groen naar rood is lastiger dan van rood naar rood of van bruin naar rood"* (7)), onder meer omdat deze posities beter aansluiten bij beleidsdoelstellingen zoals verdichting of functiewijziging.

Beperkingen

Een veelgenoemd nadeel is het hoge kapitaalbeslag dat gepaard gaat met vroege verwerving (2, 3, 4, 5, 6, 10, 11). Er zit langdurig kapitaal vast in posities zonder directe opbrengst. Dit vraagt om forse hoeveelheden eigen vermogen en kan druk zetten op de financiële ruimte van een organisatie: *"Je kan je eigen vermogen maar één keer uitgeven, dus daar moet je heel erg zorgvuldig en terughoudend mee omgaan"* (4). Dit vereist aanzienlijke liquiditeit en langetermijncommitment, wat niet voor iedere partij haalbaar is. En schuurt met de traditionele projectmatige manier van werken van ontwikkelaars, die meestal gericht is op kortere doorlooptijden en het sneller terugverdienen van investeringen.

Hieraan gerelateerd is de moeilijkheid om financiering te verkrijgen (3, 4, 5, 9, 11). Omdat pre-beleggingsobjecten vaak geen langjarige cashflow genereren en onzekerheid met zich meebrengen, zijn banken terughoudend in het verstrekken van leningen. Respondent 9 wees erop *"dat banken gewoon goede huurcontracten eronder willen hebben"*. Institutionele beleggers hanteren vaak strikte selectiecriteria en risicoprofielen die slecht passen bij pre-beleggingen met lange looptijden en onzekerheid over de ontwikkeluitkomst. Hierdoor is het aantrekken van externe middelen voor dit soort posities lastiger, wat de strategische ruimte van ontwikkelaars kan beperken (4, 9). Daardoor ontstaat een grotere afhankelijkheid van duurdere alternatieven zoals private equity (3, 4, 9). Een andere beperking betreft de beperkte upside, de potentiële rendementen zijn vaak beperkter (11).

Risico's

Uit de interviews blijkt dat de grootste risico's en valkuilen van een exploitatiefonds samenhangen met het spanningsveld tussen exploiteren en ontwikkelen. Deze spanning is kenmerkend voor verticale integratie waarbij meerdere rollen, hier belegger en ontwikkelaar, binnen één entiteit worden verenigd. Zonder duidelijke interne governance-structuur kan dit leiden tot conflicterende doelstellingen: *"als de tijdelijke exploitatie belangrijker wordt dan de ontwikkeling, dan heb ik een probleem"* (3). Verschillende respondenten waarschuwen voor het gevaar dat deze twee logica's, met elk hun eigen doelstellingen, tijdslijnen en risicopercepties, door elkaar gaan lopen. Hierdoor ontstaan potentieel conflicterende belangen, waarbij het ontwikkeldoel onder druk kan komen te staan (1, 3, 4, 5, 7, 8, 9). Het risico op tegenstrijdige belangen neemt toe wanneer meerdere partijen betrokken zijn, zoals externe financiers of aandeelhouders (1, 9). Dit leidt tot verhoogde complexiteit, wat risico's met zich meebrengt op het gebied van governance, fiscale belangen en afstemming tussen aandeelhouders, wat kan leiden tot vertraging of conflicten: *"wanneer gaat het uit het fonds terug naar de ontwikkelafdeling? Als dat niet helder is, loop je risico op conflicten"* (1).

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Daarnaast komt in meerdere interviews naar voren dat tijdelijke exploitatie dermate succesvol kan zijn, dat het ontwikkelperspectief naar de achtergrond verdwijnt. Een respondent noemt dit expliciet als mogelijke valkuil: *“wanneer exploitatie voldoende rendement oplevert, vervaagt de noodzaak tot ontwikkeling”* (8). Andere respondenten bevestigen dit risico en stellen dat het slechts kan worden voorkomen door vooraf helder vast te leggen dat de ontwikkelopgave leidend is (3, 9). Hieruit blijkt dat verticale integratie zonder duidelijke sturing en keuzes risico's met zich meebrengt, zoals een verkeerde of onvolledige aanpak waarbij het gedachtegoed van beleggen de ontwikkeling gaat overheersen of andersom.

Een ander spanningsveld ontstaat door verschillen in tijdshorizon. Respondent 7 merkt op *“dat beleggers vaak verwachten dat sneller ontwikkeld kan worden dan realistisch is”*, wat tot frustratie leidt (7). Ook wordt benoemd dat de rendementshorizon van beleggers kan botsen met de langetermijnpraktijk van gebiedsontwikkeling, wat kan resulteren in druk om posities voortijdig af te bouwen (5).

Naast het spanningsveld tussen exploiteren en ontwikkelen, komt ook het risico naar voren dat bij verwerving te veel van de verwachte ontwikkelpotentie al wordt verdisconteerd in de aankoopprijs. Dit kan leiden tot overbieding, waardoor financiële druk ontstaat bij vertraging of tegenvallende waardeontwikkeling (5, 7, 8, 10). Respondent 10 benadrukte daarbij het belang van realistische scenario's: *“reken jezelf niet rijk aan de voorkant met een gunstig programma, want vaak valt dat in de praktijk tegen”*.

Respondenten benoemen daarnaast een breed scala aan overige risico's, zoals reeds uitgewerkt in paragraaf 5.1.1. Het gaat onder andere om:

- Onzekerheid rond vergunningen en bestemmingswijzigingen, inclusief onvoorspelbare besluitvormingstrajecten;
- Afhankelijkheid van gemeentelijk en provinciaal beleid, en het risico op politieke verschuivingen of botsende beleidsdoelen;
- Bezwaren en juridische procedures, die voor langdurige vertraging kunnen zorgen;
- Bestaande gebruiksstructuren, zoals huurbescherming en moeilijk opzegbare contracten;
- Risico's bij tijdelijk beheer, waaronder kraak, technische gebreken, negatieve uitstraling en leegstand.

Conclusie

Pre-beleggen wordt door de meeste respondenten gezien als een waardevolle strategie voor ontwikkelaars die vroeg willen instappen en risico's willen spreiden. Het biedt voordelen zoals meer grip op de ontwikkeling, tijdelijke inkomsten en een sterkere positie in gebiedsontwikkeling.

Tegelijk vraagt deze aanpak om geduld, financiële ruimte en duidelijke interne afspraken. Zonder duidelijke afspraken en sturing kunnen belangen botsen, waardoor het ontwikkelproces in de knel komt. Dit risico neemt toe als ook andere partijen, zoals externe financiers of aandeelhouders, meebeslissen. Als die balans goed wordt beheerd, kan pre-beleggen in de praktijk een waardevolle vorm van verticale integratie zijn.

5.2.3 Lessen uit de praktijk

Op basis van de uitkomsten van de interviews wordt antwoord gegeven op de vraag welke lessen in de praktijk worden getrokken uit ervaringen met pre-beleggen als strategie voor locatieverwerving.

Een belangrijke les betreft het besef dat tijd niet oneindig is. Respondenten geven aan dat de tijdelijke exploitatiefase, die voorafgaat aan herontwikkeling, vaak langer duurt dan op voorhand verwacht. Meerdere respondenten (3, 8, 11) benoemen dat na enkele jaren herinvesteringen nodig zijn of dat de tijdelijke functie aan rendement verliest. Wanneer dit in planvorming en rekensommen wordt onderschat, leidt dat tot financiële verrassingen. Tijdelijke exploitatie dient daarom realistisch te worden ingeschat en als een volwaardige fase te worden meegenomen in zowel planning als financiële onderbouwing (11): *“je moet je wel realiseren: op een gegeven moment houdt het op. Heel veel partijen houden daar in hun rekensom geen rekening mee”*.

Tegelijkertijd wordt gewezen op een te opportunistische benadering door marktpartijen (4, 7, 10, 11). Doorlooptijden worden onderschat en de complexiteit van onderhandelingen met grondeigenaren wordt vaak onvoldoende meegenomen. Met name respondenten 4 en 7 signaleren dat deze partijen te lichtzinnig denken over wat het daadwerkelijk betekent om een locatie te ontwikkelen. Respondent 2 voegt daaraan toe dat *“investeerdere moeten beseffen dat kapitaal vaak langer vastzit dan op papier voorzien”*. Ook de dialoog met de gemeente wordt hierin genoemd: zonder goede en tijdige afstemming met de juiste bestuurlijke en ambtelijke contactpersonen is succesvolle ontwikkeling vrijwel onmogelijk (2, 8).

Daarnaast wordt benoemd dat tijdelijke exploitatie een vak apart is (3, 4, 8, 11). Het managen van bestaande gebouwen vraagt om andere vaardigheden dan het ontwikkelen van nieuwbouw. Zaken als huurrecht, technische beheer en contractmanagement spelen een grotere rol. Meerdere respondenten (4, 8, 11) geven aan dat zij hiervoor specialistische kennis in huis hebben moeten halen, omdat hun reguliere ontwikkelorganisatie hier onvoldoende op toegerust was. Respondent 3 illustreert dit met een concreet geval waarin een zittende huurder juridische complicaties veroorzaakte, wat benadrukt dat deze fase niet mag worden onderschat.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Sommige respondenten benoemen meer flexibiliteit in afspraken als belangrijke les (3, 6, 7, 10, 11). Overmatige detaillering aan de voorkant kan de ontwikkeling belemmeren, zeker in een dynamische context waarin plannen gaandeweg veranderen.

Tot slot is er brede steun voor de bredere inzet van het exploitatiefonds. Waar dit fonds bedoeld is om tot ontwikkeling te komen, pleiten een aantal respondenten (2, 8, 9) ervoor om het ook na de realisatie in te zetten. *“Bijvoorbeeld voor de investeringen in plinten, mobiliteit of tijdelijke voorzieningen die bijdragen aan gebiedskwaliteit en vertrouwen bij publieke partijen”* (9).

Conclusie

Uit de praktijk blijkt dat pre-beleggen vooral goed werkt als er realistisch wordt omgegaan met tijd en als de tijdelijke fase professioneel wordt aangepakt. Pre-beleggen vraagt om andere kennis dan projectontwikkeling, en dat is niet altijd aanwezig bij een ontwikkelaar. Flexibiliteit in afspraken en het kunnen omgaan met veranderingen worden daarbij als belangrijk gezien. Tot slot noemen verschillende respondenten dat het exploitatiefonds ook na de verwerving nuttig kan zijn, bijvoorbeeld om te investeren in voorzieningen die de gebiedskwaliteit en samenwerking met publieke partijen versterken.

5.3 Verschillende perspectieven op pre-beleggen

Zoals eerder aangegeven richt dit onderzoek zich op het algemene beeld dat uit de gesprekken naar voren komt. Vergelijkingen op actorniveau kunnen slechts indicatief en globaal worden gemaakt, en alleen wanneer de analyse daar duidelijke aanknopingspunten voor biedt.

In dit geval valt op dat er in de interviews wel wat verschillen in houding naar voren komen ten aanzien van pre-beleggen. Zo laat één van de respondenten zich uitgesproken positief uit over deze strategie. Dit lijkt samen te hangen met het feit dat deze organisatie pre-beleggen al langere tijd en op structurele wijze toepast. Het is bij hen een vast onderdeel van de werkwijze. Daardoor wordt pre-beleggen ervaren als iets dat juist zekerheid biedt, in plaats van als een risico. Het instrument wordt in deze organisatie alleen niet-speculatief toegepast en daar is het is dan ook nog niet voorgekomen dat een project uiteindelijk niet doorging, de vorm waarin is uiteraard wel gewijzigd. Deze praktijkervaring lijkt ertoe te leiden dat risico's minder expliciet worden benoemd, omdat ze al door de organisatieprocessen worden ondervangen.

De twee academische experts spraken zich juist meer analyserend uit. Zij benaderen het onderwerp vanuit

een beschouwend of academisch perspectief. Waar praktijkgerichte respondenten hun uitspraken onderbouwen met concrete voorbeelden, richten zij zich meer op de randvoorwaarden die nodig zijn voor succes, zoals organisatie-inrichting en interne afstemming, en benoemen zij risico's rond planologische procedures en financierbaarheid in meer structurele termen. Opvallend is dat deze groep ook wijst op de risico's van verkokering binnen organisaties, waarbij exploitatie, verwerving en ontwikkeling weliswaar onder één dak vallen, maar in de praktijk los van elkaar opereren. Als pre-beleggen niet breed gedragen wordt binnen de organisatie, bestaat het risico dat het een losstaand 'instrument' blijft dat onvoldoende ingebed is in de strategie van de organisatie.

Een ander opvallend verschil is hun omgang met het theoretisch kader. Waar de meeste respondenten moeite hebben met het begrip transactiekosten zoals dat in de theorie wordt bedoeld, en het vooral invullen met praktische zaken, blijken de academici juist goed bekend met de theoretische achtergrond van het concept. Zij koppelen transactiekosten bijvoorbeeld aan informatieonzekerheid en institutionele afwegingen. Dit benadrukt dat zij het onderwerp vanuit een systemisch en analytisch perspectief benaderen, terwijl andere respondenten primair putten uit praktijkervaring en proceskennis.

Wat eveneens opvalt is betekenis die aan de term pre-beleggen wordt gegeven. In dit onderzoek is bewust gekozen voor deze term vanuit de theorie, omdat het gaat om het beleggen in vastgoed om ontwikkellocaties veilig te stellen. Uit de reacties van respondenten blijkt dat de term in de praktijk eerder wordt geassocieerd met rendement en zekerheid. Sommigen vonden de term pre-ontwikkelen passender, omdat daarmee het accent verschuift naar het verwerven van vastgoed met als doel toekomstige ontwikkelruimte te creëren.

5.4 Organisatie-analyse: strategische en organisatorische doorvertaling

In deze paragraaf worden op basis van de interviews eerst de randvoorwaarden voor een exploitatiefonds uiteengezet. Vervolgens wordt op basis van de panel-discussie verkend hoe deze voorwaarden passen binnen de strategie, structuur en cultuur van Dura Vermeer.

5.4.1 Randvoorwaarden voor een exploitatiefonds

Voor de inrichting en het functioneren van een exploitatiefonds gelden diverse randvoorwaarden op juridisch, financieel, organisatorisch en beleidsmatig gebied. De interviews bevestigen dat deze randvoorwaarden gezamenlijk bepalend zijn voor het succes van een fonds.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Juridische randvoorwaarden

Een solide juridische en organisatorische structuur vormt volgens meerdere respondenten de basis (1, 2, 11). De keuze voor een passende rechtsvorm, zoals een aparte entiteit met eigen statuten, mandaten en verantwoordingsstructuren, is volgens hen belangrijk. Zij benadrukken in het bijzonder dat een aparte fondsstructuur niet alleen bijdraagt aan focus, maar ook de toegang tot gerichte investeerders vergemakkelijkt.

Financiële randvoorwaarden

Op financieel vlak wijzen de respondenten op de noodzaak van toegang tot voldoende liquiditeit of financiering, vooral omdat het rendement in de beginfase van exploitatie vaak beperkt is. Een aantal respondenten benadrukt dat het fonds een laag risicoprofiel moet hebben en dat het worst-case scenario nog steeds een acceptabel rendement moet opleveren (9, 11). Een van de respondenten benoemt expliciet het kapitaalbeslag van pre-beleggen en het feit dat het kapitaal dan niet beschikbaar is voor de kernactiviteit: ontwikkelen en bouwen (10).

Om dit te ondervangen pleiten een aantal respondenten (5, 9) voor een stapsgewijze opbouw van het fonds, waarbij in kleinere stappen kapitaal wordt geïnvesteerd om risico's te spreiden: *"Er moet iets in zitten van klein beginnen en uitgroeien"* (9). Dit sluit aan bij de noodzaak om investeringsbeslissingen vooraf zorgvuldig door te rekenen. Ook moeten er afspraken worden gemaakt over looptijd, verkoopvoorwaarden en de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen.

Uit de interviews blijkt dat fiscale randvoorwaarden een substantiële invloed hebben op de haalbaarheid en inrichting van een exploitatiefonds voor pre-beleggen. Meerdere respondenten wijzen overdrachtsbelasting (OVb) aan als een van de meest bepalende kostenposten. Omdat bij pre-beleggen doorgaans sprake is van het aankopen van bestaand vastgoed met opstal, is het vermijden van OVb meestal niet mogelijk (1, 2, 3, 7, 10). Verder noemen respondenten (3, 9) het belang van het vroegtijdig inschakelen van gespecialiseerde fiscale adviseurs, gezien de complexiteit van deze trajecten.

Organisatorische inrichting

Organisatorisch vereist een exploitatiefonds een duidelijke scheiding ten opzichte van de reguliere ontwikkelorganisatie. Twee respondenten (8, 11) pleiten zelfs voor een aparte fondsstructuur met een eigen team, gericht op vastgoedbeheer en verhuur. Belangrijk is dat het fonds moet passen bij de cultuur van het moederbedrijf; als het fonds als *"een noodzakelijk kwaad"* wordt gezien, is de kans op succes beperkt (1, 5, 7). Het model moet actief omarmd worden om te zorgen voor continuïteit op de lange termijn. Respondent 2 benadrukte daarbij de noodzaak van

"de lange adem bij aandeelhouders en een raad van bestuur die het ook blijft omarmen".

Beleidsmatige randvoorwaarden

Beleidsmatig onderstrepen respondenten het belang van duidelijke strategische kaders (2, 8, 9), zoals toetsingscriteria voor de selectie van locaties en verwachte rendement-risicoverhouding. Volgens een van de respondenten (1) moeten in het investeringsmandaat ook zaken worden vastgelegd zoals geografische focus, omvang van de investering, beoordelingswijze van businesscases, spreidingsbeleid en beleid ten aanzien van desinvesteringen.

Conclusie

De interviews laten zien dat het succes van een exploitatiefonds niet afhangt van een enkele voorwaarde, maar dat het juist gaat om het goed op elkaar afstemmen van juridische, financiële, organisatorische- en beleidsmatige aspecten. Een duidelijke structuur, voldoende en gespreid kapitaal, fiscale deskundigheid, organisatorische inbedding en strategische beleidskaders zijn allemaal van belang. Het draagvlak binnen de organisatie moet daarbij niet onderschat worden.

5.4.2 Strategische en organisatorische inpassing binnen Dura Vermeer

De strategische en organisatorische inpassing van een exploitatiefonds binnen Dura Vermeer raakt meerdere onderdelen van de bedrijfsvoering. In deze paragraaf wordt op basis van de paneldiscussie verkend in hoeverre een exploitatiefonds en pre-beleggen past binnen de strategie van Dura Vermeer, welke randvoorwaarden daarbij horen en hoe mogelijke risico's beheerst kunnen worden. In figuur 20 is de frequentiegrafiek opgenomen van genoemde thema's tijdens de paneldiscussie.

Strategie

Uit de paneldiscussie blijkt dat pre-beleggen een waardevolle aanvulling kan zijn op de bestaande ontwikkelstrategie van Dura Vermeer, mits het scherp wordt ingericht. De strategische waarde zit vooral in het vroegtijdig veiligstellen van kansrijke locaties die anders buiten bereik zouden blijven. Juist in een markt waar direct ontwikkelbare posities schaarser en duurder worden, biedt een exploitatiefonds de mogelijkheid om op tijd een positie in te nemen in gebieden waar later (woningbouw)ontwikkeling mogelijk is. Dit helpt om de ontwikkelvoorraad op peil te houden en draagt zo bij aan het realiseren van de langetermijndoelstellingen.

Tegelijkertijd werd benadrukt dat pre-beleggen geen zelfstandig doel moet worden. De tijdelijke exploitatie moet nadrukkelijk in het teken staan van een duidelijke ontwikkelambitie binnen afzienbare tijd. In de discussie werd een horizon van vijf tot zeven

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Figuur 20: Frequentiegrafiek benoemde thema's paneldiscussie pre-beleggen



jaar genoemd als richtlijn. Daarmee wordt voorkomen dat het exploitatiefonds functioneert als eigenstandig beleggingsvehikel, iets dat niet past bij het profiel van Dura Vermeer. Wel werd duidelijk gepleit voor realiseren van rendement tijdens de pre-beleggingsfase. Ondanks dat het fonds ten dienste staat van de ontwikkeling, moet het gedurende deze fase wel zelfstandig een gezond rendement draaien (bijvoorbeeld $\geq 7\%$).

Governance

In tegenstelling tot het advies vanuit de interviews is er binnen Dura Vermeer terughoudendheid ten aanzien van het oprichten van een aparte juridische entiteit voor het fonds. Hoewel dat structuur en afbakening zou kunnen geven, past het minder goed bij de wens om zaken eenvoudig en beheersbaar te houden. Ook zou het tot extra complexiteit leiden in de jaarrekening en tot ongewenste druk op de balans (consolidatieverplichtingen).

In plaats daarvan werd een zogenaamd virtueel fonds besproken als werkbaar alternatief: een fonds zonder aparte juridische status, maar wel met een eigen investeringsprofiel (aparte pot geld), afgebakende spelregels en transparante verantwoording. Als randvoorwaarden voor governance werden onder andere genoemd:

- Het opstellen van duidelijke criteria als toetsingskader voor het wel of niet opnemen van nieuwe posities in het fonds;
- Integratie van monitoring en rapportage in bestaande besluitvorming;
- Duidelijke afspraken over eigenaarschap, overdracht en waardering bij overgang naar ontwikkeling.

Structuur & processen

Het exploitatiefonds vraagt om een duidelijke taakverdeling tussen de ontwikkelteams en het 'fondsbeheer'. De panelleden benadrukken net als de respondenten van de interviews dat ontwikkeling en exploitatiebeheer wezenlijk verschillende disciplines zijn, met elk een eigen focus.

Zo werd geopperd om de verantwoordelijkheid voor de exploitatie van fondsobjecten onder te brengen bij een centraal assetmanagementteam, dat rendement, kasstromen en voortgang bewaakt. De ontwikkelteams in de regio's blijven daarbij verantwoordelijk voor het uitwerken van de ontwikkelbusinesscase en planvorming richting herontwikkeling. Vanuit de interviews werd benadrukt dat juist regionale verankering, met teams die beschikken over de benodigde marktkennis en het bestuurlijke netwerk, cruciaal zijn voor het tijdig signaleren van kansen, het inschatten van ontwikkelpotentie en het opbouwen van bestuurlijk draagvlak. Deze lokale inbedding wordt daarmee gezien als een randvoorwaarde voor het succes van het exploitatiefonds.

Voor het dagelijks beheer van vastgoed (zoals verhuur, onderhoud en administratie) werd het inschakelen van een externe property manager genoemd als logische optie. Daarmee blijft de interne organisatie gericht op strategische regie en behoudt Dura Vermeer de benodigde wendbaarheid. Verder werden de volgende voorwaarden genoemd:

- Gebruik van toetsbare KPI's (zoals jaarlijks rendement, looptijd, bezetting);
- Integratie in bestaande besluitvormingsprocessen, om dubbele structuren te vermijden;
- Herkenbaarheid van het fonds als aparte portefeuille binnen het bestaande investerings- en projectoverzicht.

05. EMPIRISCHE ANALYSE EN TOEPASSING OP ORGANISATIE

Financiën

Financieel gezien sluit pre-beleggen aan bij de cultuur van Dura Vermeer als familiebedrijf: voorzichtig en met focus op controle en stabiliteit. Het uitgangspunt blijft dat het fonds met eigen vermogen wordt gefinancierd. Dat biedt flexibiliteit en zeggenschap, maar legt wel druk op de liquiditeit. Vanuit die overweging werd door meerdere deelnemers benadrukt dat het fonds los moet worden gepositioneerd ten opzichte van het reguliere investeringsprofiel, om te voorkomen dat het beslag legt op middelen die nodig zijn voor projecten met kortere doorlooptijd of directe opbrengst.

Het gebruik van vreemd vermogen werd door de meeste deelnemers niet wenselijk geacht, vooral vanwege de impact op de balans en de beperkte bereidheid om extra financiële risico's te dragen. Niet zozeer vanuit de beperkingen die vanuit de interviews naar voren komen zoals moeite om financiering aan te trekken. Samenwerkingen met strategische partners werden besproken om investeringen en risico's te spreiden, mits belangen, looptijd en exit-voorwaarden goed worden afgestemd.

Meerdere deelnemers noemden een pilotfonds van ca. €50 miljoen als realistisch startpunt om het concept binnen Dura Vermeer in de praktijk te toetsen, met een aantal objecten die in omvang tussen de 5 en 10 miljoen bewegen. Daarbij werd het belang onderstreept van:

- Vooraf vastgelegde exit-waarden;
- Jaarlijkse monitoring van rendement en voortgang;
- Heldere rapportage binnen de bestaande rapportagestructuren van de organisatie.

Conclusie

De paneldiscussie laat zien dat een exploitatiefonds goed kan passen binnen de strategie van Dura Vermeer, zolang het duidelijk is ingericht en ondersteunend is aan de ontwikkeldoelstellingen. Pre-beleggen wordt gezien als een nuttig middel om toekomstige locaties veilig te stellen, maar moet geen doel op zich worden. Een eenvoudige fondsstructuur zonder aparte juridische entiteit heeft de voorkeur, met heldere spelregels, duidelijke rolverdeling en aansluiting op bestaande processen. Financiering met eigen vermogen past het best bij de organisatiecultuur, maar vraagt wel om een zorgvuldige afweging van risico's. Een pilotfonds wordt gezien als een goede manier om ervaring op te doen, mits de voortgang en resultaten goed worden gemonitord.

5.5 Conclusie

De interviews laten zien dat pre-beleggen door ontwikkelaars overwegend wordt beschouwd als een strategisch waardevolle aanpak. Het stelt hen in staat om vroegtijdig posities in te nemen, regie te voeren over de ontwikkeling

en risico's te spreiden. In verhouding tot andere verweringsstrategieën wordt pre-beleggen beoordeeld als minder afhankelijk van marktdruk dan tenderen, minder speculatief dan grondbeleggen, maar met een gemiddeld tot hoog risicoprofiel. Voordelen zijn onder meer een sterkere positie in gebiedsontwikkeling, invloed op planvorming en fasering, tijdelijke inkomsten en de mogelijkheid om continuïteit in de ontwikkelportefeuille te borgen.

Tegelijkertijd vraagt pre-beleggen om geduld, een groot kapitaalbeslag en duidelijke interne afspraken. Zonder die afspraken en heldere sturing bestaat het risico dat belangen tussen ontwikkelen en beleggen (exploiteren) gaan botsen. Ook vraagt de tijdelijke exploitatie om andere kennis en vaardigheden dan ontwikkelen, wat niet altijd in een organisatie aanwezig is.

Succesvolle toepassing vraagt om het goed afstemmen van juridische, financiële, organisatorische en beleidsmatige aspecten. Een duidelijke fondsstructuur, voldoende kapitaal, fiscale deskundigheid, goede organisatorische inbedding en breed draagvlak zijn belangrijke randvoorwaarden voor succes.

De paneldiscussie binnen Dura Vermeer bevestigt de potentie van pre-beleggen als strategisch instrument om toekomstige ontwikkellocaties veilig te stellen. De tijdelijke exploitatie mag geen doel op zich worden, maar moet ten dienste staan van ontwikkeling binnen een afzienbare termijn (5-7 jaar). In de tussenliggende periode dient de exploitatie wel een gezond rendement te behalen (bijvoorbeeld $\geq 7\%$).

Er is een duidelijke voorkeur voor een eenvoudige, 'virtuele' fondsstructuur zonder aparte juridische entiteit, maar wel met een eigen investeringsprofiel, transparante spelregels en integratie in bestaande besluitvorming. Een heldere taakverdeling tussen fondsbeheer en de regionale ontwikkelteams is van belang, waarbij wordt aangestuurd op een centraal assetmanagementteam, eventueel aangevuld met een externe property manager. Financiering met eigen vermogen sluit goed aan bij de cultuur van Dura Vermeer, maar dan moet het fonds wel duidelijk buiten het reguliere investeringsprofiel worden gepositioneerd en de risico's beheersbaar blijven.

Als eerste stap wordt een pilotfonds van circa €50 miljoen als passend gezien. Door dit fonds goed te monitoren kan ervaring worden opgedaan en het pre-beleggen geleidelijk verder in te bedden in de organisatie.

Opvallend is de sterke behoefte om zekerheid te vergroten. Dit kan spanning opleveren met de kracht van het instrument pre-beleggen, dat juist waardevol is als het vroegtijdig wordt ingezet in meer onzekere situaties.

HOOFDSTUK:

6.

CONCLUSIE

In dit afsluitende hoofdstuk worden achtereenvolgens de centrale onderzoeksvraag beantwoord, managementaanbevelingen gedaan aan Dura Vermeer en gereflecteerd op de methodologie en de inhoud. Ter afsluiting worden een aantal aanbevelingen voor vervolgonderzoek gedaan.

06. CONCLUSIE

6.1 Beantwoording centrale onderzoeksvraag

Onderzocht is hoe een exploitatiefonds kan bijdragen aan de leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer. Op basis van theoretische inzichten, praktijkanalyse en interne reflectie laat dit onderzoek zien dat een exploitatiefonds een waardevol strategisch instrument kan zijn om toekomstige ontwikkellocaties te borgen.

Theoretisch fundament

Het instrument exploitatiefonds moet worden beschouwd als een vernieuwende en nog relatief onbekende strategie en vormt een aanvulling op bekendere vormen van grondverwerving. Het is geen 'klassieke' beleggingsstrategie, maar ook geen gevestigd ontwikkelinstrument. Het betreft een hybride vorm van verticale integratie in het vastgoedontwikkelingsproces, waarbij een ontwikkelaar haar activiteiten uitbreidt met het beleggen in en exploiteren van vastgoed dat op termijn ontwikkeld kan worden. In dit onderzoek ook geduid met de term pre-beleggen.

Een exploitatiefonds draagt bij aan de leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties door vastgoedposities vroegtijdig in eigendom te nemen en intern te beheren. Hierdoor ontstaat grip op informatie, worden risico's intern beheerst en kan institutionele onzekerheid worden beperkt. Het pad naar de daadwerkelijke ontwikkeling wordt daarmee versoepeld. Volgens de neo-institutionele economische theorie (NIE) leidt deze vorm van verticale integratie tot lagere transactiekosten en hogere economische efficiëntie van een organisatie. Vanuit het strategisch ondernemingsperspectief stelt het exploitatiefonds ontwikkelaars in staat om sleutelposities in de ontwikkelketen zelf te beheren en daarmee hun positie in de markt te versterken. Door met het exploitatiefonds vroegtijdig strategische posities te verwerven, onafhankelijk van andere vormen van verwerving, draagt het fonds bij aan het optimaliseren van de marges en het waarborgen van de continuïteit van de onderneming, doordat het het fundament legt voor een meer stabiele ontwikkelportefeuille.

Het exploitatiefonds verbindt daarmee de logica van de NIE met het strategisch ondernemingsperspectief: het creëert grip, vergroot flexibiliteit en draagt bij aan continuïteit. Tegelijkertijd geldt: hoe eerder een ontwikkelaar instapt, hoe groter de onzekerheden over de kans op toekomstige ontwikkeling. Daarmee wordt de complexe relatie zichtbaar tussen het streven naar zekerheid en de potentiële oplopende kosten die daarmee gepaard gaan.

De vastgoedontwikkelingspraktijk

In de vastgoedontwikkelingspraktijk blijken met name onzekerheden en risico's rond het verkrijgen van de juiste juridische en planologische status bepalend te zijn voor de voortgang en continuïteit van projecten. Vooral trajecten

rondom bestemmingswijzigingen en vergunningverlening vormen hierbij een grote bron van vertraging en onduidelijkheid.

Door gebruik te maken van een exploitatiefonds, waarmee vroegtijdig wordt geïnvesteerd in vastgoed met een bestaande exploitatie, ontstaat voor ontwikkelaars een positie waarin deze onzekerheden niet alleen beter beheersbaar zijn, maar ook gedeeltelijk kunnen worden overbrugd met inkomsten uit de tijdelijke exploitatie. Dit verlaagt de directe financiële druk en geeft de tijd om zorgvuldig een haalbaar en gedragen plan uit te werken en tot bestemmingswijziging te komen.

Een direct gevolg hiervan is een toename van de leveringszekerheid. Door locaties tijdig in eigendom te verkrijgen en deze te koppelen aan bestaande gemeentelijke plannen en contacten, krijgt een ontwikkelaar meer grip op de toekomstige invulling en planning van een locatie.

Hierdoor draagt het exploitatiefonds ook bij aan de continuïteit van de ontwikkelportefeuille. Door locaties vroegtijdig te verwerven en tijdelijk te benutten, ontstaat de ruimte om projecten zorgvuldig voor te bereiden, zonder afhankelijk te zijn van externe factoren of harde deadlines. Het stelt ontwikkelaars in staat om projecten over tijd en type te spreiden, en zo beter om te gaan met vertragingen of marktdynamiek. Daardoor kunnen gebruik en ontwikkeling goed op elkaar worden afgestemd, wat helpt om stabiel te groeien en langdurige waarde te creëren.

Het exploitatiefonds en pre-beleggen creëert ook ruimte voor flexibiliteit in ontwikkeling. Door planologische kaders in een vroege fase bewust nog niet vast te leggen, ontstaat speelruimte om in te spelen op veranderende marktomstandigheden, maatschappelijke wensen of politieke ontwikkelingen. Dit maakt het mogelijk om programmatisch te schuiven in functie en tijd, zonder dat daarbij het uiteindelijke doel uit het oog wordt verloren.

De inzet van het exploitatiefonds gaat echter ook gepaard met transactiekosten, zoals kosten voor onderzoek (bijvoorbeeld markt-, juridisch- of technisch onderzoek), plankosten en tijdelijk beheer. Deze kosten kunnen in potentie worden beperkt via schaalvoordelen en professioneel assetmanagement. Tegelijkertijd is er een spanningsveld zichtbaar: theoretisch zijn transactiekosten sterk verbonden aan informatieonzekerheid, terwijl in de praktijk juist het streven naar zekerheid deze kosten kan opdrijven. Hoe meer zekerheid vooraf gewenst is, hoe hoger de kosten voor analyse, afstemming en juridische vastlegging vaak uitvallen. Daarmee ontstaat een paradox tussen het verlagen van risico's enerzijds en het beheersen van transactiekosten anderzijds.

06. CONCLUSIE

Toepassing op Dura Vermeer

De analyse toont aan dat een exploitatiefonds goed past binnen de strategische koers van Dura Vermeer, mits het scherp is ingericht en ondersteunend blijft aan de ontwikkeldoelstellingen. Het wordt gezien als een waardevol instrument om vroegtijdig posities te verwerven in gebieden die anders te duur of te competitief zijn. Juist in de huidige context, met de nog steeds krappere woningmarkt, de toenemende (planologische) complexiteit en de steeds competitievere verwervingsmarkt, kan een exploitatiefonds bijdragen aan het op peil houden van de ontwikkelvoorraad en het realiseren van de langetermijnstrategie.

Door vastgoed al vroegtijdig te verwerven en tijdelijk te exploiteren, ontstaat bovendien ruimte om planologische en bestuurlijke trajecten zorgvuldig te doorlopen, met meer invloed op het tempo en de inhoud van de planvorming. Het fonds maakt het mogelijk om minder afhankelijk te zijn van andere verwervingsvormen en om actief te sturen op de aanvoer van projecten. Als het goed is ingericht draagt het bij aan continuïteit, flexibiliteit en meer grip op een steeds ingewikkelder ontwikkelproces en daarmee aan de leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer.

Een 'virtueel' fonds, dus zonder aparte entiteit, maar met interne duidelijke afspraken en spelregels, een heldere taakverdeling en een centrale assetmanagementfunctie, sluit goed aan bij de organisatie. Een pilotfonds is een passende start om ervaring op te doen. Cruciaal is dat het doel van het fonds helder blijft: niet beleggen om het beleggen, maar pre-beleggen als middel om te ontwikkelen. Anders gezegd: ontwikkelen is het doel, pre-beleggen slechts het middel.

Daarmee ontstaat de vraag of het hier, zowel in terminologie, conceptueel als in de strategische beeldvorming van de organisatie, nu om pre-beleggen of pre-ontwikkelen gaat. De uitkomsten en analyse van de interviews en paneldiscussie brachten hierin richting, waarbij de verwachting werd gewekt dat gebruik van de term pre-beleggen staat voor een focus op rendement en zekerheid, terwijl pre-ontwikkelen draait om het creëren van ruimte voor toekomstige ontwikkeling. Juist omdat de belangen van beleggen en ontwikkelen op termijn kunnen gaan botsen, moet vanaf het begin helder zijn dat het exploitatiefonds in dienst staat van het ontwikkelen, niet andersom. Die keuze is niet alleen inhoudelijk, maar ook organisatorisch en cultureel.

Of het fonds op termijn ondersteunend blijft aan de ontwikkelstrategie, hangt sterk af van hoe het wordt ingericht. Er moet, los van de exacte naamgeving, expliciet aandacht zijn voor het risico dat het fonds een eigen logica gaat

volgen, los van de ontwikkelpraktijk. Dan gaat niet de strategie de structuur bepalen (structure follows strategy), maar krijgt de structuur de overhand (strategy follows structure) ten koste van de gewenste strategie. Dat spanningsveld is precies waar Dura Vermeer zich bewust van moet zijn en op moet sturen. In lijn met Porter vraagt dit om duidelijke keuzes in de strategische positionering. Tegelijkertijd is in een veranderende markt ook het vermogen nodig om deze keuzes tijdig bij te stellen en te vernieuwen. Juist ook omdat het een nieuwe aanpak is in een relatief traditionele sector.

6.2 Managementaanbevelingen

Op basis van de theorie en de inzichten uit de praktijk worden hieronder aanbevelingen gedaan voor het management van Dura Vermeer. Deze geven richting aan de manier waarop het exploitatiefonds (pre-beleggen) kan worden gepositioneerd, ingericht en toegepast binnen de organisatie.

Maak een bewuste keuze tussen ontwikkelambitie en zekerheid

Het exploitatiefonds biedt de mogelijkheid om vroegtijdig vastgoedposities te verwerven in gebieden met ontwikkelpotentie. Tegelijkertijd blijkt uit de paneldiscussie dat er sterk wordt gestuurd op zekerheid vooraf, bijvoorbeeld via planologische randvoorwaarden. De theorie laat echter zien dat juist deze focus op zekerheid kan leiden tot hogere transactiekosten, of hogere aankoopwaarden. Dura Vermeer zal daarom expliciet moeten kiezen welk uitgangspunt leidend wordt in de inrichting van het fonds: de ontwikkelambitie, of het streven naar zekerheid.

Aanbevolen wordt om bewust niet te veel nadruk te leggen op volledige planologische zekerheid vooraf. Wanneer pas tot verwerving wordt overgegaan op het moment dat planologische randvoorwaarden helder zijn, verdwijnt het strategische voordeel van pre-beleggen. Of beter gezegd: van pre-ontwikkelen. Het fonds dient immers nadrukkelijk in dienst te staan van de ontwikkelambitie. Door bewust te kiezen voor pre-ontwikkelen, zal Dura Vermeer ondernemer en strategischer moeten verwerven, in plaats van terug te vallen op meer zekerheidszoekend (beleggings) gedrag.

Positioneer pre-beleggen als aanvullend instrument, niet als doel op zich

De aanbeveling is om pre-beleggen expliciet te benoemen als een aanvullend instrument binnen de verwervingsstrategie van Dura Vermeer. Het exploitatiefonds dient niet als zelfstandig beleggingsvehikel, maar als een strategisch middel om vroegtijdig posities in te nemen in kansrijke gebieden waar directe ontwikkeling nog niet mogelijk is. Door dit uitgangspunt expliciet vast te leggen, wordt voor-

06. CONCLUSIE

komen dat het fonds zijn strategische doel voorbijschiet en zijn eigen logica gaat volgen.

Kies voor een eenvoudige fondsstructuur met duidelijke spelregels

Een aparte juridische entiteit voor het exploitatiefonds is in deze fase niet wenselijk. Een zogenoemde virtuele fondsstructuur binnen de bestaande organisatie van Bouw & Vastgoed past beter bij de strategie van Dura Vermeer. Om het fonds goed te kunnen sturen en verantwoorden, is het belangrijk om vooraf duidelijke spelregels vast te stellen. Denk aan criteria voor toelating van locaties, zoals ligging in strategische gebieden, stabiele huurstromen, beheersbare verhuurverplichtingen en een realistisch ontwikkelperspectief. Daarnaast is het van belang om te werken met meetbare prestatie-indicatoren, zoals het jaarlijks netto exploitatie-rendement (bijvoorbeeld $\geq 7\%$), de verwachte looptijd tot herontwikkeling en een vooraf gedefinieerde exit-strategie.

Leg het fonds vast in bestaande processen en houd het financieel apart

Zorg dat het exploitatiefonds op een overzichtelijke en beheersbare manier wordt ingericht door de toetsing, sturing en rapportage te integreren in de bestaande overleg- en besluitvormingsstructuren van de organisatie. Tegelijkertijd is het belangrijk om het fonds financieel gescheiden te houden van de reguliere investeringsruimte, met een eigen budget en duidelijke plek binnen het investeringsoverzicht. Zo wordt voorkomen dat het fonds ten koste gaat van andere (kortetermijn) ontwikkelkansen. Dit maakt het ook mogelijk om het fonds zelfstandig te volgen, te beoordelen en bij te sturen waar nodig.

Maak duidelijke afspraken over de overdracht van vastgoed naar ontwikkeling

Zorg dat er vooraf duidelijke afspraken zijn over hoe vastgoed vanuit het exploitatiefonds wordt overgedragen aan de ontwikkelteams zodra herontwikkeling aan de orde is. Spreek hierbij af:

- Wie eigenaar is van het object in elke fase;
- Hoe de overdracht intern wordt geregeld;
- En welke waarde wordt gehanteerd bij de overgang.

Dit voorkomt misverstanden, zorgt voor transparantie en helpt om de samenwerking tussen exploitatie en ontwikkeling soepel te laten verlopen.

Bouw assetmanagementcapaciteit op

Pre-beleggen vraagt om specifieke kennis en aandacht op het gebied van tijdelijk vastgoedbeheer en vormt daarmee een aanvulling op de bestaande ontwikkeldisciplines. Aangezien deze expertise niet vanzelfsprekend aanwezig is binnen de huidige ontwikkelteams, vraagt pre-beleggen om aanvullende organisatorische capaciteit en gerichte

inzet van specialistische kennis. Het is daarom wenselijk om op divisieniveau een kleinschalig assetmanagement-team in te richten dat verantwoordelijk wordt voor de prestatiebewaking van het fonds. Voor het operationele vastgoedbeheer/property management (huur, onderhoud, administratie) kan worden samengewerkt met een externe partij die ervaring heeft met tijdelijk vastgoedbeheer. Zo blijft de interne organisatie gericht op strategische regie en ontwikkelvoorbereiding.

Start met een pilotfonds

Om de organisatorische en financiële impact te beheersen, wordt aanbevolen om te starten met een pilotfonds van relatief beperkte omvang. Een budget van circa €50 miljoen biedt voldoende ruimte om het concept op kleine schaal toe te passen, met als startpunt objecten uit de bestaande portefeuille die al voldoen aan de gestelde voorwaarden. Deze pilofase kan worden benut om interne werkprocessen te testen, rendement en risico's te monitoren en te beoordelen of het fonds i) daadwerkelijk in voldoende mate bijdraagt aan het versterken van de ontwikkelvoorraad en ii) onder welke voorwaarden dat past bij de strategische keuzen en gevolgen. Op basis van de uitkomsten kan vervolgens worden besloten over eventuele opschaling, bijsturing of het (gefaseerd) stopzetten.

6.3 Methodologische reflectie

Dit onderzoek is uitgevoerd als een kwalitatieve en exploratieve studie, met als doel te onderzoeken of en hoe een exploitatiefonds kan bijdragen aan de leveringszekerheid van (toekomstige) ontwikkellocaties voor Dura Vermeer. Het onderzoekt 'iets nieuws': een concept dat in de praktijk nog niet eerder in deze vorm is toegepast. Daardoor is er geen sprake van een harde toetsing op basis van concrete data, zoals bijvoorbeeld de conversie van aankoop tot een daadwerkelijke ontwikkellocatie. Financiële prestaties en exacte risico-inschattingen zijn dan ook niet te herleiden uit het onderzoek. Dit zijn mogelijke eerste aanknopingspunten voor vervolgonderzoek, bijvoorbeeld in de vorm van rendementssimulaties of het analyseren van beleggingsdata.

De gebruikte methode met literatuuronderzoek, semi-gestructureerde interviews en een paneldiscussie met interne stakeholders bleek passend voor het verkennen van dit nieuwe onderwerp, waarvoor empirische gegevens schaars zijn. Door theorie en praktijk te combineren, konden inzichten uit de literatuur getoetst worden aan de dagelijkse vastgoedpraktijk. Toch blijft het onderzoek in hoge mate contextafhankelijk. De uitkomsten worden beïnvloed door de specifieke positie van Dura Vermeer in de markt en het moment van onderzoek: een periode van grote woningschaarste, politieke druk en beleidsmatige onzekerheid. Ook dit maakt verdere toetsing en verdieping

06. CONCLUSIE

wenselijk, om de inzichten verder te objectiveren en te 'verharden'.

Er zijn elf interviews gehouden met mensen uit verschillende delen van de vastgoedsector. Die gesprekken gaven veel en diverse inzichten, maar omdat het aantal geïnterviewden per actorgroep beperkt was zijn de uitkomsten niet generaliseerbaar. Ook kunnen er geen gedetailleerdere uitspraken gedaan worden over verschillen tussen actorgroepen. De analyse richtte zich daarom op terugkerende thema's en gedeelde inzichten in plaats van statistische representativiteit. Ook is geen sprake van volledige verzaadiging: met extra ontwikkelaars of andere actoren zouden aanvullende inzichten naar voren zijn gekomen. Het onderzoek geeft dus geen volledig beeld, maar wel een breed en verdiepend overzicht dat aansluit bij de expertise van de geïnterviewde professionals.

De paneldiscussie bij Dura Vermeer is ingezet om de gedeelde inzichten te valideren en te verdiepen met interne kennis en ervaring. Deze validatie vergroot de bruikbaarheid voor Dura Vermeer, maar kan ook leiden tot een zekere mate van 'confirmation bias'.

Het onderzoek is transparant uitgevoerd. Er is gebruik gemaakt van meerdere bronnen en de resultaten zijn navolgbaar geanalyseerd. Desondanks blijven de resultaten deels afhankelijk van interpretatie en van de onderzoeker die de thematische analyse heeft uitgevoerd.

6.4 Inhoudelijke reflectie

Een spanning die in dit onderzoek naar boven kwam is de vraag: gaat het hier nu om pre-beleggen of om pre-ontwikkelen? Met het gebruik van de term pre-beleggen werd de verwachting gewekt dat het zich richt op rendement en zekerheid, terwijl de term pre-ontwikkelen meer het creëren van ruimte voor toekomstige ontwikkeling representeert. Dat zijn verschillende doelen, met potentieel botsende belangen. Juist omdat de belangen op termijn uit elkaar kunnen lopen, moet vanaf het begin helder zijn dat het exploitatiefonds in dienst staat van de ontwikkelambitie, en niet andersom. Die keuze is niet alleen inhoudelijk, maar ook organisatorisch en cultureel. Zonder heldere rolverdeling en duidelijke verantwoordelijkheden tussen beleggen en ontwikkeling, kunnen belangen botsen en kan het oorspronkelijke doel uit beeld raken. Dit vraagt om een duidelijke en vastgelegde strategische koers: ontwikkelen moet expliciet het doel blijven. Vanuit de theorie is in dit onderzoek gekozen voor de term pre-beleggen, immers je belegt in vastgoed, om grip te krijgen op toekomstige ontwikkellocaties. Gaandeweg bleek echter dat in de praktijk eerder wordt gedacht en gesproken in de term pre-ontwikkelen, juist omdat je het alleen doet om op termijn te gaan ontwikkelen. Dat verklaart waarom de oorspronkelijke

terminologie niet is aangepast, terwijl wel erkend wordt dat de praktijk een andere benaming vraagt.

Een tweede kerninzicht betreft de spanning tussen zekerheid en transactiekosten. Tijdens de paneldiscussie werd duidelijk dat binnen Dura Vermeer sterk wordt gestuurd op zekerheid, en dit werkt ook door op het concept van pre-beleggen. De theorie laat echter zien dat juist een sterke focus op zekerheid zal leiden tot hogere transactiekosten. Dit roept de vraag op hoeveel zekerheid daadwerkelijk nodig is om risico's van pre-beleggen beheersbaar te maken, en in hoeverre juist ruimte en flexibiliteit strategisch voordeel kunnen opleveren. De strategische waarde van ruimte en flexibiliteit zou dan ook meer als een (alternatieve) vorm van zekerheid moeten worden erkend. Wanneer de wens naar planologische zekerheid te groot wordt, bestaat het risico dat er helemaal geen locaties meer worden verworven, of alleen tegen een te hoge prijs. Het exploitatiefonds kan juist helpen om dat risico te verkleinen, door tijd en ruimte te kopen in een vroeg stadium.

Daarbij bleek uit de interviews dat het begrip transactiekosten in de praktijk niet altijd scherp werd onderscheiden van uitvoerings- of faalkosten. Kosten zoals onderzoek, onderhandeling en contractvorming worden niet altijd expliciet als zodanig herkend, wat het beeld van efficiëntie bij pre-beleggen kan vertekenen. Dit roept de vraag op of pre-beleggen in alle gevallen daadwerkelijk leidt tot lagere kosten dan alternatieve verwervingsstrategieën, bijvoorbeeld tenderprocedures, zoals in de interviews werd verondersteld.

Het analytisch kader met de vijf kernbegrippen (onzekerheid en risico's, leveringszekerheid, transactiekosten, flexibiliteit en continuïteit), heeft in dit onderzoek goed gefunctioneerd als brug tussen theorie en praktijk. Het bood houvast in de analyse, gaf structuur aan de interviews en maakte het mogelijk om pre-beleggen als vorm van verticale integratie concreet en toetsbaar te maken binnen de vastgoedontwikkelingspraktijk.

De bevindingen bevestigen het vertrekpunt van dit onderzoek: dat het verkrijgen van ontwikkelrechten sterk samenhangt met de gekozen verwervingsstrategie. Niet alleen het moment van verwerven, maar vooral het soort locatie blijkt bepalend voor de kans op succesvolle ontwikkeling. Om een voorbeeld te noemen: pre-beleggen richt zich doorgaans op bestaande panden in stedelijke gebieden, waar gemeenten vaker bereid zijn mee te werken aan functiewijziging. Grondbeleggen daarentegen betreft meestal agrarische gronden, waarbij het in de praktijk veel lastiger is om planologisch van 'groen' naar 'wonen' te gaan. Meerdere respondenten benoemden expliciet dat grondbeleggen in hun ervaring risicovoller is, juist vanwege de beperktere kans op planologische 'verkleuring'.

06. CONCLUSIE

Een ander belangrijk inzicht dat uit de interviews naar voren kwam is dat de houding binnen een organisatie sterk bepalend is voor het succes van pre-beleggen. Eén van de respondenten met ruime ervaring met deze strategie keek er aantoonbaar positiever en meer vanuit kansen naar dan anderen, die vooral vanuit risico's redeneren. Dit duidt erop dat een proactieve, op kansen gerichte cultuur bepalend kan zijn voor succesvolle toepassing. Structuur alleen is niet voldoende; het vraagt om durf, ondernemerschap en een gedeeld geloof in de meerwaarde van vroegtijdige betrokkenheid. Pre-beleggen is daarmee ook een cultuurvraagstuk.

6.5 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

Hoewel dit onderzoek waardevolle inzichten heeft opgeleverd, zijn er ook beperkingen die vervolgonderzoek wenselijk maken:

Financiële modellen en rendementssimulaties

Omdat dit onderzoek vooral kwalitatief exploratief was en geen harde empirische kwantitatieve data bevat, is de financiële werking van pre-beleggen nog niet onderzocht. In vervolgonderzoek zou hieraan meer aandacht moeten worden besteed. Zeker gezien de investeringsdruk in de vroege fase is dit essentieel voor het opbouwen van een onderbouwde businesscase. Denk hierbij aan scenarioanalyses van de kans op conversie tot ontwikkelprojecten en het rendement, kostenstructuren (inclusief transactiekosten), beheerkosten en het effect van tussentijdse verkoop.

Analyse van bestaande beleggingsdata met ontwikkelpotentie

Hoewel het exploitatiefonds als concept nog niet bestaat, kan bestaande beleggingsdata wel indicatief zijn. Vervolgonderzoek kan zich richten op het analyseren van historische vastgoedtransacties waarbij sprake was van een (latente) ontwikkelambitie. Dit biedt inzicht in conversiekansen, doorlooptijden en succesfactoren.

Toetsing van het concept in een pilotproject

Het opzetten van een kleinschalig pilotfonds of het experimenteel aankopen van enkele objecten vanuit de logica van een exploitatiefonds kan waardevolle inzichten opleveren. Denk aan leerervaringen rond intern risicomanagement, governance, rolverdeling en de verhouding tussen ontwikkel- en beleggingsdoelen.

Differentiatie binnen actorgroepen verdiepen

Binnen dit onderzoek is gebruikgemaakt van een brede maar beperkte steekproef, waarbij per actorgroep slechts enkele vertegenwoordigers zijn gesproken. Vervolgonderzoek met een grotere steekproef kan helpen om gerichter uitspraken te doen over houdingen, verwachtingen en de impact van een exploitatiefonds binnen actorgroepen en vergroot de betrouwbaarheid.

BIJLAGEN

Literatuurlijst

Bijlage 1 – gespreksleidraad interviews

Bijlage 2 – Leidraad paneldiscussie

Bijlage 3 – Codeboek interviews

Bijlage 4 – Codeboek paneldiscussie

Separate bijlage – Transcripten interviews

Separate bijlage – Transcript paneldiscussie

LITERATUURLIJST

- ANP. (2011, 15 februari). *ING verkoopt grootste deel vastgoedtak*. NU.nl. Geraadpleegd op 15 mei 2025, van <https://www.nu.nl/beurs/2447554/ing-verkoopt-grootste-deel-vastgoedtak.html?>
- Arthur, W. B. (1989). *Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events*. The Economic Journal, 99(394), 116–131.
- Bacow, L. S. (1990). *Foreign investment, vertical integration and the structure of US real estate industry*. Real Estate Issues.
- Bol, M. (2021). *Rijswijk realiseert betaalbare huurwoningen in uniek samenwerkingsverband*. Praktijkblad Grondzaken en Gebiedsontwikkeling, 16.
- Brouns, J. P. G. (2009). *Een theoretisch onderzoek naar de inzet van ongevraagde voorstellen binnen de gebiedsontwikkeling* [MSRE Scriptie]. Amsterdam School of Real Estate.
- Brown, P. H. (2015). *How real estate developers think*. In University of Pennsylvania Press eBooks. University of Pennsylvania Press.
- Buitelaar, E. (2007). *The cost of land use decisions: applying transaction cost economics to planning and development*. Blackwell, Oxford.
- Buitelaar, E. (2010). *Window on the Netherlands: Cracks in the myth: Challenges to land policy in the Netherlands*. Tijdschrift Voor Economische en Sociale Geografie, 101(3), 349–356.
- Buitelaar, E., & Witte, P. (2011). *Financiering van gebiedsontwikkeling: een empirische analyse van grondexploitaties*. Planbureau voor de leefomgeving (PBL).
- Byrne, P. (1996). *Risk, Uncertainty, and Decision-making in Property Development* (2de editie). Crc Press.
- Coase, R. H. (1937). *The Nature of the Firm*. Economica, 4(16), 386–405.
- Coiacetto, E. (2001). *Diversity in real estate developer behaviour: A case for research*. Urban Policy And Research, 19(1), 43–59.
- Díez-Vial, I. (2007). *Explaining Vertical Integration Strategies: Market Power, Transactional Attributes and Capabilities*. Journal Of Management Studies, 44(6), 1017–1040.
- Dipasquale, D., & Wheaton, W. C. (1974). *Urban Economisch and Real Estate Markets*. Prentice Hall.
- Dura Vermeer Groep NV. (2024). *Strategienota 2025-2027 Samen Duurzaam Groeien*.
- Fiet, J. O. (2025). *Vertical Integration: In the theoretical logic of strategy* (pp. 235–238). Palgrave Macmillan.
- Gehner, E. (2008). *Knowingly taking risk: investment decision making in real estate development* [Proefschrift]. Technische Universiteit Delft.
- Gehner, E. (2011). *Risicoanalyse bij projectontwikkeling*. SUN.
- Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real estate: Analysis and Investments*. South Western Educational Publishing.
- Gidwani, V., & Udpadhy, C. (2023). *Articulation work: Value chains of land assembly and real estate development on a peri-urban frontier*. Economy And Space, 55(2), 407–427.
- Harrigan, K. R. (1984). *Formulating vertical integration strategies*. Academy Of Management Review, 9(4), 638–652.
- Harrigan, K. R. (1985). *Vertical Integration and Corporate Strategy*. Academy Of Management Journal, 28(2), 397–425.
- Healey, P. (1991). *Models of the development process: A review*. Journal Of Property Research, 8(3), 219–238.
- Hudson-Wilson, S. (2005). *Why real estate?* Journal Of Portfolio Management, 31(5), 12–22.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring corporate strategy* (8ste editie). Pearson Education Limited
- Jonkman, A., Frinking, & Nieland, E. (2024). *Grondposities voor sociale huur*. <https://open.overheid.nl/documenten/e3fcb609-5b2e-48d9-b1b0-8c1e510e0e67/file>
- Marquard, A., & Van der Post, W. J. (2020). *Syllabus Marktanalyse*. Amsterdam School of Real Estate.
- Meijer, R., & Buitelaar, E. (2023). *What drives developers? Understanding vertical (dis)integration strategies in the land development process*. Land Use Policy, 131. <https://doi.org/10.1016/j.landusepol.2023.106718>
- Miles, B. E., Eppli, M. A., Berens, G. L., & Weiss, M. A. (2007). *Real estate development: Principles and process* (4de editie). Urban Land Institute.
- Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening. (2024, 12 juli). *Visual plancapaciteit en bouwproductie*. Publicatie | Home | Volkshuisvesting Nederland. Geraadpleegd op 10 februari 2025, van <https://www.volkshuisvestingnederland.nl/documenten/publicaties/2024/07/11/visual-plancapaciteit-en-bouwproductie>
- Monster, J. (2022, 27 juni). *De grondmarkt in Nederland is niet transparant en functioneert volgens markttoezichthouders slecht*. Gebiedsontwikkeling.nu. Geraadpleegd op 10 februari 2025, van <https://www.gebiedsontwikkeling.nu/artikelen/de-grondmarkt-in-nederland-is-niet-transparant-en-functioneert-volgens-markttoezichthouders-slecht/>
- Needham, B., Buitelaar, E., & Hartmann, T. (2018). *Planning, Law and Economics: The Rules We Make for Using Land*. Routledge.

LITERATUURLIJST

- Noordeloos, J. (2021). *Een revolverend woonfonds met maatschappelijk rendement [Company Research Paper]*. Amsterdam School of Real Estate.
- Nozeman, & Dorenbos, R. (2007). *Growth Strategies in the Dutch Real Estate Industry*. ERES Digital Library. <https://eres.architecturez.net/doc/oai-eres-id-eres2007-239>
- Peek, G. J., & Gehner, E. (2018). *Handboek Projectontwikkeling*. NAI010.
- Perry, M. K. (1989). *Vertical integration: Determinants and effects*. In *Handbook of Industrial Organization* (1ste editie, pp. 183–255). Elsevier.
- Porter, M. (2008). *The five competitive forces that shape strategy*. Harvard Business Review, 25–40. <https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/18271320>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.
- PropertyNL. (2024, 7 juli). *Top 50 Woningontwikkelaars 2023: opnieuw minder verkopen*. PropertyNL Nieuws. Geraadpleegd op 10 februari 2025, van <https://propertynl.com/Nieuws/Top-50-Woningontwikkelaars-2023-opnieuw-minder-verkopen/60574e7c-a55f-4583-80fa-4a7218e63762>
- Schimmel, E. (2016). *Een eigen woningfonds Lust of Last?* [Masterscriptie]. Amsterdam School of Real Estate.
- Smith, A. (1904). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. In E. Cannan (Red.), Oxford University Press eBooks (5de editie). Methuen & Co., Ltd.
- Ter Bogt, H. J. (1998). *Neo-institutionele economie en de praktijk bij verzelfstandigde overheidsorganisaties*. Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie, 72(12), 662–678.
- Udoudoh, F. P. (2020). *Risks management in real estate development*. PM World Journal, 9(12), 1–15.
- Uittenbogaard, L., & Veldman, H. (2013). *Strategie en vastgoed*. Noordhoff.
- Van der Post, W. J. (2006). *Comparative economic organization. A cultural perspective [Working Paper]*. University of Amsterdam.
- Van der Post, W. (2024). *Grond tot nadenken [Presentatieslides]*. College Grond Tot Nadenken, Amsterdam, Nederland.
- Van der Post, W. J., & Hekkenberg, E. C. (2013). *Een theoretische verkenning tussen zekerheid en flexibiliteit [ASRE Research paper]*. Amsterdam School of Real Estate.
- Van Enk, W. (2025, 23 mei). *Job Dura en Marieke Mentink: 'Bouw en overheid moeten meer samenwerken'*. PropertyNL Nieuws. Geraadpleegd op 25 mei 2025, van <https://propertynl.com/Nieuws/Job-Dura-en-Marieke-Mentink-Bouw-en-overheid-moeten-meer-samenwerken/e8062df6-8f5a-403d-9828-03597c9efc6c>
- Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M. A. J., Veenhoven, R., & Weisz, R. M. (2020). *Onroerend goed als belegging (6de editie)*. Wolters Kluwer.
- Williamson, O. E. (1979). *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*. Journal Of Law And Economics, 22(2), 233–261.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. Free Press.
- Williamson, O. E. (2000). *The new institutional economics: taking stock, looking ahead*. Journal Of Economic Literature, 38(3), 595–613.

BIJLAGE 1: GESPREKSLEIDRAAD INTERVIEWS

Korte uiteenzetting onderzoek

Ontwikkelaars staan voor de uitdaging om voldoende ontwikkellocaties te zekeren. Mijn onderzoek verkent de inzet van een exploitatiefonds als strategisch instrument binnen de vastgoedwaardeketen. Een dergelijk fonds koopt bestaand vastgoed met potentie op en neemt deze tijdelijk in exploitatie, met het oog op latere herontwikkeling. Deze vorm wordt door mij pre-beleggen genoemd. Doel van het onderzoek is om te verkennen in hoeverre een exploitatiefonds bijdraagt aan het versterken van de plancapaciteit van ontwikkelaars en hoe zo'n fonds kan worden ingericht.

Op basis van het theoretisch kader heb ik vijf kernbegrippen geselecteerd die een centrale rol spelen in de vastgoedwaardeketen. Deze begrippen gebruik ik als kapstok in de interviews:

- Onzekerheden en risico's
- (Leverings)zekerheid
- Transactiekosten
- Flexibiliteit
- Continuïteit

Beleggen als startpunt van de waardeketen



Introductie

- Kunt u kort uw rol en achtergrond binnen de vastgoedontwikkeling of vastgoedbelegging toelichten?
- In hoeverre wordt er binnen uw organisatie gedaan aan pre-beleggen, volgens mijn definitie in dit onderzoek?
- Ik geef u een stelling: Door bestaand vastgoed met exploitatiewaarde te verwerven met het oog op herontwikkeling, biedt pre-beleggen ontwikkelaars meer grip op toekomstige locaties en beter risicobeheer, in vergelijking met andere vormen van grondverwerving (klassieke grondverwerving, grondbeleggen of tenders)

In hoeverre bent u het eens of oneens met deze stelling?

Onzekerheden en risico's

Met onzekerheden en risico's wordt bedoeld: De kans dat in het vastgoedontwikkelingsproces omstandigheden veranderen of tegenvallen, waardoor vertraging, extra kosten of verlies van waarde ontstaat.

- Stel dat u klassieke grondverwerving, grondbeleggen, pre-beleggen en tenders op volgorde van onzekerheden en risico's moet zetten, hoe zou de volgorde er dan uitzien? Welke vorm van verwerving schaaft u in als het meest risicovol, welke het minst?
- Welke onzekerheden en risico's ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling?

- (Hoe wordt binnen uw organisatie omgegaan met onzekerheden en risico's bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed?)
- Welke mogelijkheden ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed om onzekerheden en risico's te verkleinen?
- Welke geleerde lessen wilt u meegeven op dit onderdeel?

(Leverings)zekerheden

Met (leverings)zekerheden wordt bedoeld: De mate waarin elke fase van het vastgoedontwikkelingsproces duidelijkheid en zekerheid bestaat over benodigde 'productiefactoren' waardoor haalbaarheid, uitvoerbaarheid en opbrengst van het project kunnen worden gegarandeerd en investeringen gerechtvaardigd kunnen worden met zo min mogelijk risico's. Meer specifiek: de mate waarin een ontwikkelaar formeel en feitelijk zeker is van toegang tot of zeggenschap over een locatie, en de mogelijkheid tot verdere planontwikkeling of realisatie.

- Stel dat u klassieke grondverwerving, grondbeleggen, pre-beleggen en tenders op volgorde van leveringszekerheid voor ontwikkelprojecten moet zetten, hoe zou de volgorde er dan uitzien? Welke vorm van geven de meeste zekerheid, welke het minst?

BIJLAGE 1: GESPREKSLEIDRAAD INTERVIEWS

-
- Welke zekerheden zijn van belang bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling? (Hoe belangrijk is het ontwikkelrecht verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling?)
 - Welke mogelijkheden ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling om leveringszekerheid te vergroten?
 - In welke mate biedt het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling leveringszekerheid in de zin van ontwikkelprojecten?
 - Welke geleerde lessen wilt u meegeven op dit onderdeel?

Transactiekosten

Met transactiekosten wordt bedoeld: De directe en indirecte kosten die samenhangen met het initiëren, onderhandelen, vastleggen, uitvoeren en controleren van transacties en bijbehorende onzekerheden binnen het vastgoedontwikkelingsproces.

- Stel dat u klassieke grondverwerving, grondbeleggen, pre-beleggen en tenderen op volgorde van transactiekosten moet zetten, hoe zou de volgorde er dan uitzien? Welke vorm van verwerving schaalst u in als de vorm met de meeste transactiekosten, welke het minst?
- Welke transactiekosten onderscheidt u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling?
- In hoeverre spelen transactiekosten een rol in uw afwegingen?
- Welke mogelijkheden ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling om transactiekosten te verlagen?
- Welke geleerde lessen wilt u meegeven op dit onderdeel?

Flexibiliteit

Met flexibiliteit wordt bedoeld: De ruimte voor de ontwikkelaar om het programma, de fasering en timing, het gebruik of de uitvoering van een project bij te sturen op basis van veranderende inzichten of marktomstandigheden.

- Stel dat u klassieke grondverwerving, grondbeleggen, pre-beleggen en tenderen op volgorde van flexibiliteit moet zetten, hoe zou de volgorde er dan uitzien? Welke vorm van verwerving schaalst u in het meest flexibel, welke het minst?
- Welke flexibiliteit is van belang bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed voor latere ontwikkeling?

-
- Welke mogelijkheden ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed om flexibiliteit te vergroten?
 - Welke geleerde lessen wilt u meegeven op dit onderdeel?

Continuïteit

Met continuïteit wordt bedoeld: Het vermogen van een ontwikkelaar om over langere tijd een stabiele en aaneengesloten stroom van projecten te realiseren, met voldoende locaties, middelen en uitvoeringscapaciteit om de organisatie duurzaam te laten functioneren.

- Stel dat u klassieke grondverwerving, grondbeleggen, pre-beleggen en tenderen op volgorde van mogelijkheden voor continuïteit moet zetten, hoe zou de volgorde er dan uitzien? Welke vorm van verwerving geeft de meeste continuïteit, welke het minst?
- Hoe zorgt uw organisatie voor een stabiele projectenstroom op de lange termijn?
- Welke mogelijkheden ziet u bij het vroegtijdig verwerven en beleggen in vastgoed om de continuïteit te vergroten?
- Welke geleerde lessen wilt u meegeven op dit onderdeel?

Tot slot

- Denkt u dat pre-beleggen middels een exploitatiefonds kan bijdragen het versterken van de plancapaciteit? Waarom (niet)?
- Wat zijn volgens u randvoorwaarden voor een effectief werkend exploitatiefonds? (Stel dat u een dergelijk exploitatiefonds zou beheren, welke kaders en randvoorwaarden spelen dan een rol in de selectie van ontwikkellocaties?)
- Wat zijn de belangrijkste risico's of valkuilen bij een dergelijk fonds?
- Denkt u dat een ontwikkelaar zelf een dergelijk fonds kan aansturen, of is een scheiding van rollen wenselijk?

BIJLAGE 2: LEIDRAAD PANELDISCUSSIE

Doel: Verkennen of en hoe een exploitatiefonds past binnen de strategie van Dura Vermeer. Wat zijn de kansen, risico's en organisatorische consequenties?

Thema 1 – Strategische relevantie

- Wat is volgens jullie op dit moment de grootste uitdaging in het verwerven van nieuwe ontwikkellocaties?
- Denken jullie dat een exploitatiefonds kan helpen om meer grip te krijgen op toekomstige ontwikkelprojecten? Waarom (niet)?
- Wat zien jullie als belangrijkste kans of meerwaarde?
- De grootste meerwaarde van een exploitatiefonds ligt in het creëren van planologische voorsprong, niet in het directe rendement.
- Wat zien jullie als belangrijkste risico?
- De enige rechtvaardiging voor een exploitatiefonds is als het ons toegang geeft tot locaties die anders onbereikbaar blijven.

Thema 2 – Organisatie en governance

- Kunnen wij als organisatie zo'n fonds zelf beheren, of vraagt dit om een aparte structuur of samenwerking?
- Hoe verhouden de rollen van ontwikkelen, bouwen, exploiteren/pre-beleggen zich tot elkaar? Moet dat binnen één team vallen?
- Wat vraagt dit van onze kennis en processen? Welke disciplines moeten betrokken zijn?
- Een exploitatiefonds moet altijd in samenwerking met een strategische partner worden opgezet, niet alleen.

Thema 3 – Risico's en rendement

- Hoe kijken jullie aan tegen het risico van het vastleggen van kapitaal zonder (directe?) ontwikkelzekerheid?
- Een exploitatiefonds moet een hoger rendement opleveren dan reguliere ontwikkelprojecten, juist vanwege de langere looptijd.
- Hoe verhoudt het risicoprofiel van zo'n fonds zich tot reguliere ontwikkelprojecten?
- Het risicoprofiel van een exploitatiefonds is fundamenteel anders dan dat van reguliere projecten, en vraagt een andere rendementsverwachting.
- Welke rendementseis zou passend zijn voor een exploitatiefonds?
- Welke andere criteria zouden we moeten hanteren voor het selecteren van geschikte locaties voor zo'n fonds?
- Locaties in een exploitatiefonds moeten aan strengere selectiecriteria voldoen dan reguliere ontwikkelprojecten.

Thema 4 – Financiën

- Welk type vermogen (intern/extern) zou in zo'n fonds gestoken kunnen worden?
- Wat zou een realistisch startbedrag zijn voor een eerste pilotfonds?
- Wat zou het effect kunnen zijn op onze liquiditeitspositie?

Thema 5 – Operationele en juridische randvoorwaarden

- Hoe regel je tijdelijk beheer, onderhoud en huurcontracten voor locaties in zo'n fonds?
- Welke juridische of fiscale structuur lijkt jullie hiervoor geschikt? Zijn er al ervaringen binnen de organisatie?
- Wat moet er geregeld zijn voordat we zo'n fonds kunnen starten?

Reflectie

Op basis van gesprekken met experts vallen drie dingen op:

- (1) ontwikkeling moet leidend blijven,
 - (2) samenwerking is noodzakelijk,
 - (3) het fonds moet meetbaar en bestuurbaar zijn.
- Herkennen jullie deze als rode draad – en wat betekent dat voor onze eerstvolgende stap?

Wat zouden jullie adviseren als vervolgstap binnen Dura Vermeer richting een eventueel exploitatiefonds?

BIJLAGE 3: CODEBOEK INTERVIEWS

Codegroep	Toelichting	Code	Invoer
Perceptie onzekerheden & risico's	Rangorde van verwervingsvormen op onzekerheden en risico's	Onzekerheid en risico's grondbeleggen Onzekerheid en risico's pre-beleggen Onzekerheid en risico's klassieke grondverwerving Onzekerheid en risico's tenders	Open antwoorden
Type onzekerheden en risico's	Genoemde onzekerheden bij pre-beleggen	Tijdelijk beheer Huurcontracten Staat gebouw/bodem Bezwaren Verkrijgen bestemming of vergunning Planningen lopen vaak uit Afschrijven Politiek beleid Leegstand Belang werkgelegenheid	Open antwoorden
Risicoreductie	Genoemde strategieën om risico's te verkleinen bij pre-beleggen	Cashflow Uitstel investeringen Alternatieve aanwendbaarheid Professioneel beheer As-is-where-is-waarderen	Open antwoorden
Perceptie leveringszekerheid	Rangorde van verwervingsvormen op leveringszekerheid	Leveringszekerheid grondbeleggen Leveringszekerheid pre-beleggen Leveringszekerheid klassieke grondverwerving Leveringszekerheid tenders	Open antwoorden
Type zekerheden	Genoemde zekerheden bij pre-beleggen	In visie Gemeente Commitment Gemeente Flexibele huurcontracten Visie op het gebied Grondeigendom	Open antwoorden
Versterkende factoren	Mogelijkheden om leveringszekerheid bij pre-beleggen te vergroten	Goede contacten Gemeente Samenwerking zoeken Stakeholdermanagement	Open antwoorden
Perceptie transactiekosten	Rangorde van verwervingsvormen op transactiekosten	Transactiekosten grondbeleggen Transactiekosten pre-beleggen Transactiekosten klassieke grondverwerving Transactiekosten tenders	Open antwoorden
Kostencomponenten	Benoemde soorten transactiekosten bij pre-beleggen	Onderzoek huurcontract Technische onderzoeken Overdrachtsbelasting Makelaar Notaris Plankosten Rente Exploitatiekosten Onderhandelingskosten Marktonderzoek	Open antwoorden
Kostenverlaging	Mogelijkheden om transactiekosten te verlagen bij pre-beleggen	Efficiënt beheer Fiscale optimalisatie Schaalvoordelen	Open antwoorden
Perceptie flexibiliteit	Rangorde van verwervingsvormen op mate van flexibiliteit	Flexibiliteit grondbeleggen Flexibiliteit pre-beleggen Flexibiliteit klassieke grondverwerving Flexibiliteit tenders	Open antwoorden
Type flexibiliteit	Benoemde gewenste flexibiliteit bij pre-beleggen	Programmering Fasering	Open antwoorden
Versterkende factoren	Mogelijkheden om flexibiliteit te vergroten bij pre-beleggen	Niet alles vastleggen	Open antwoorden
Perceptie continuïteit	Rangorde van verwervingsvormen naar mate van continuïteit	Continuïteit grondbeleggen Continuïteit pre-beleggen Continuïteit klassieke grondverwerving Continuïteit tenders	Open antwoorden
Strategie voor continuïteit	Benoemde werkwijze of beleid voor continuïteit	Diversiteit in de portefeuille Volume portefeuilleniveau	Open antwoorden
Versterkende factoren	Mogelijkheden om via pre-beleggen projectaanvoer zeker te stellen	Placemaking	Open antwoorden
Motieven / voordelen	Argumenten waarom een fonds de capaciteit zou versterken	Tijd kopen Risicoreductie portefeuille Downside lager Makkelijker te verkleuren	Open antwoorden
Kritiek / beperkingen	Argumenten waarom het effect beperkt kan zijn	Groot kapitaalbeslag Moeite om het te financieren Upside kleiner	Open antwoorden
Geleerde lessen	Praktische inzichten of tips over pre-beleggen	Tijd is niet oneindig Opportunisme Bredere inzet exploitatiefonds Ontwikkel- of bouwplicht Vak apart	Open antwoorden
Randvoorwaarden fonds	Genoemde voorwaarden voor effectief werkend fonds	Locatiekenmerken Rendement Organisatiekenmerken Apart fonds Heldere doelstelling fonds Inrichting Ontwikkeldeel voorop Incrementeel opbouwen Duidelijke targets	Open antwoorden
Risico's of valkuilen	Herkende risico's of valkuilen bij opzet of uitvoering van een fonds	Conflict of interest Te veel ontwikkelpotentie inprijnen	Open antwoorden
Rolverdeling ontwikkelaar/fonds	Mening over scheiding of integratie van rollen binnen fondsstructuur	Scheiding van rollen	Open antwoorden

BIJLAGE 4: CODEBOEK PANELDISCUSSIE

Codegroep	Toelichting	Code	Invoer
Uitdaging locatieverwerving	Obstakels of knelpunten bij het vinden of verwerven van nieuwe ontwikkellocaties	Schaarste aan direct ontwikkelbare posities	Open antwoorden
Strategische meerwaarde	Voordelen van een fonds voor de strategie van de organisatie	Strategische waarde Waardecreatie ontwikkeling Tijd kopen Vroegtijdig veiligstellen locaties Ontwikkelvoorraad op peil houden	Open antwoorden
Integratie functies	Organisatie van ontwikkelen, bouwen en exploiteren binnen één of meerdere teams	Gescheiden rollen – ontwikkelen en beleggen Centrale inrichting, regionale verantwoordelijkheid	Open antwoorden
Selectiecriteria	Waar een pre-belegging aan moet voldoen	Acquisitiekader DV Perspectief stabiele cashflow Ontwikkelhorizon	
Kennis & processen	Benodigde kennis, processen en betrokken disciplines	Rendementsoverschot naar ontwikkeling Huidige portefeuille versnipperd Monitoren Afspraken over overdracht en waardering (exit) Integratie in bestaande structuren	Open antwoorden
Rendementseis	Verwachtingen rond financieel rendement	Rendement pre-beleggingsfase Hoger risico, meer rendement	Open antwoorden
Type vermogen	Vermogensvormen voor financiering van het fonds	Terughoudendheid vreemd vermogen	Open antwoorden
Effect liquiditeit	Effecten op kasstromen en liquiditeitspositie	Druk op liquiditeit	Open antwoorden
Externe partners	Participatie of financiering door derden	Samenwerken met gelijkgestemden	Open antwoorden
Beheer	Verhuur, onderhoud of leegstandbeheer tijdens exploitatie	Extern propertymanagement Eigen assetmanagement	Open antwoorden
Juridische structuur	Rechtsvormen en fiscale structuren	Terughoudendheid aparte entiteit Complexiteit jaarrekening/balansdruk Virtueel fonds	Open antwoorden
Startvoorwaarden	Randvoorwaarden die geregeld moeten zijn vóór start fonds	Selectiecriteria Pilotfonds Pre-beleggen moet geen zelfstandig doel worden KPI's	Open antwoorden
Vervolgstappen	Suggesties voor actie	Duidelijke vervolgstappen	Open antwoorden
Voorwaarden succes	Wat er nodig is om het fonds succesvol te maken	Aparte pot geld Mindset organisatie	Open antwoorden

PRE-BELEGGEN, VOORUITZIEND INVESTEREN IN ONTWIKKELING?

*Corporate Research Paper in het kader
van de opleiding Master of Real Estate.*

SCRIPTIE

Master of Real Estate 2023-2025

DATUM

28 september 2025

AUTEUR

Tine-Loes Hemmes

BEGELEIDER

Drs. W.J. van der Post

2E LEZER

Drs. J. Schrader MSc MSRE

PRE-BELEGGEN, VOORUITZIEND INVESTEREN IN ONTWIKKELING?

*Corporate Research Paper in het kader
van de opleiding Master of Real Estate.*

SCRIPTIE

Master of Real Estate 2023-2025

DATUM

28 september 2025

AUTEUR

Tine-Loes Hemmes

BEGELEIDER

Drs. W.J. van der Post

2E LEZER

Drs. J. Schrader MSc MSRE

