Projectfinanciering van de toekomst

Verkennend onderzoek naar alternatieve oplossingen voor de funding gap

Alternative finance

ing. R.A. (Roel) van Drongelen
Amsterdam School of Real Estate

Amsterdam School of Real Estate

Colofon

Titel	Projectfinanciering van de toekomst
Ondertitel	Verkennend onderzoek naar alternatieve oplossingen voor de funding gap
Datum	28 augustus 2016
Plaats	Amsterdam
Status	Definitief

Auteur	ing. R.A. (Roel) van Drongelen
Bedrijf	Thunnissen Groep www.thunnissen.nl
Eerste begeleider en beoordelaar	Prof. Dr. E.F. Nozeman
Tweede beoordelaar	Dr. Ir. Gert-Joost Peek
Opleiding	Master of Science in Real Estate, MSRE
Onderwijsinstelling	Amsterdam School of Real Estate, ASRE Jollemanhof 5 1019 GW Amsterdam 020-668 1129 info@asre.nl

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie ter afronding van de MSRE opleiding aan de ASRE. Een verkennend onderzoek naar alternatieven financieringsmethoden voor financiering van nieuwe woningbouw projecten. Het stuk is bedoeld als mogelijk hulpmiddel voor (bouwende) projectontwikkelaars om in tijden van crisis projecten op soepele wijze doorgang te kunnen laten vinden.

Soepel wil ik het traject van schrijven van de thesis overigens niet noemen. Het schrijven ging vooral in korte, kleine stapjes. Ik moest het hebben van de (voor mij, als mensenmens) kostbare tijd in de weekenden en avonduren. Alleen achter je computer zitten, met een schuin oog turend over de Albert Cuypmarkt op zoek naar inspiratie. Dit was voor mij pittig. Voor de gemoedsrust van de lezer hoop ik dat u het lezen van het stuk als inspirerend ervaart.

Op de eerste plaats wil ik de directie van Thunnissen bedanken; zij hebben mij de kans gegeven om mezelf op zowel zakelijk als educatief vlak verder te kunnen ontwikkelen. Deze opleiding maakt hier deel van uit. Vervolgens wil ik mijn vriendin Philo, familie en schoonfamilie bedanken voor de support en motivatie.

Uiteraard wil ik mijn beste vrienden bedanken voor de terras- en kroegfoto's die ik van ze ontving terwijl ik bezig was met mijn scriptie. Top jongens.

Vervolgens wil ik graag alle praktijkexperts bedanken die tijd hebben vrij gemaakt om mee te werken aan de interviews. Mijn dank gaat uit naar de heren Van Gelder, Van Duijn, Eskes, Vork, De Reus, Scholtens, Aalpol, Ter Avest, Van Teeffelen en Verhoeven. Daarnaast dank aan de heer Meerpoel voor het aandragen van (mogelijke) respondenten.

Tot slot is mijn begeleider prof. dr. Ed Nozeman voor mij zeer waardevol geweest in dit traject. De samenwerking en begeleiding heb ik als zeer aangenaam en prettig ervaren.

Ik wens de lezer veel plezier met het lezen van de scriptie.

Roel van Drongelen
Amsterdam, augustus 2016

Samenvatting

Naar aanleiding van de kredietcrisis in 2008 hebben zich grote veranderingen voorgedaan op de woningmarkt, binnen het landschap van projectontwikkelaars en bouwbedrijven. Voorliggend onderzoek gaat dieper in op de gevolgen en veranderingen voor bouwende ontwikkelaars op (project-)financieringsvlak. Het huidige onderzoek is geschreven vanuit het perspectief van middelgrote ontwikkelende bouwbedrijven in Nederland. Doel van het onderzoek is: op verkennende wijze op zoek te gaan naar alternatieve financieringsmethoden voor bouwende ontwikkelaars in tijden van laagconjunctuur. Buiten de gebaande paden van de traditionele bancaire (project)financiering.
De centrale vraagstelling luidt als volgt:

''Hoe kunnen ontwikkelende woningbouwers in een markt van laagconjunctuur financiering voor een nieuwbouwproject op alternatieve wijze realiseren?''

Hierbij dient benoemd te worden dat het onderzoek van verkennende aard is. Na conclusies uit het literatuuronderzoek zijn er hypothesen geformuleerd. Deze zijn binnen het empirische vervolgonderzoek door middel van interviews geverifieerd. Voor de interviews zijn tien experts afkomstig van bouwende ontwikkelaars op directieniveau geselecteerd. Uiteindelijk zijn 15 alternatieve wijzen van financiering geduid (verzameld uit zowel literatuur als de praktijk) welke zijn getoetst op mate van kansrijkheid.

Na beschouwing van de alternatieve financieringsmethoden werpt dit de volgende conclusies op. De toepassing van inbreng eigen vermogen (door derden) in de vorm van de grondeigenaar wordt onderkend en als succesvol aangeduid. Het grootste voordeel dat hierbij unaniem wordt onderschreven is de beperking van liquiditeitsbeslag voor het bedrijf. Het gebruik van *forward-funding* komt eveneens positief naar voren, met name op het gebied van (afzet)risicoreductie. Het alternatief met de terugkoopgarantie in combinatie met Koopgarantregeling komt als alternatief veelvuldig naar voren als kansrijk in tijden van crisis op de woningmarkt. Dit stimuleert sterk de afzet en verkleint hiermee het marktrisico, daarnaast komt ook dit de liquiditeit ten goede. Als slotresultaat is er nog zeer eenduidig één alternatief door de experts aan de lijst met alternatieve financieringsmethoden toegevoegd. De opkomst van private financiering blijkt groot. Alle respondenten signaleren onafhankelijk van elkaar de opkomst van financiering door enerzijds vermogende Nederlandse particulieren tot anderzijds grote *family offices.* Dit loopt uiteen van kleine lokale financiers tot grote landelijk bekende families. Het kan hier gaan om kredietverlening op projectbasis, bedrijfsfinanciering of zelfs participatie in projecten met winstdeling. Een belangrijke aanbeveling is om laatstgenoemd alternatief verder uit te diepen, aangezien dit nog niet in de theorie naar voren komt.

De terugkoopregeling voor bouwgrond wordt gezien als een *escape tool* ter beperking van de (investerings-)risico's. Dit wordt in mindere mate gezien als een alternatief voor de *funding gap.* De toepassing van het woningfonds is sterk afhankelijk van het beschikbare kapitaal binnen de onderneming. Wanneer de middelen (voldoende) beschikbaar zijn kan het uitkomst bieden om de afzetrisico's te beperken. De liquiditeitspositie komt het echter op de korte termijn niet ten goede.

De alternatieven *crowdfunding,* financiering door energiemaatschappijen, alternatieven gerelateerd aan constructies met toepassing van erfpacht, eigen vermogen van marktpartijen in de keten, de uitgestelde betalingregeling en *private-equity* worden niet kansrijk geacht. Daarnaast toont de bekendheid van een aantal alternatieven onder de experts een negatief beeld. Vanwege de onbekendheid van deze alternatieven onder de experts kunnen de resultaten hierdoor beïnvloed zijn (" onbekend maakt onbemind").

Inhoudsopgave

Colofon 1

Voorwoord 2

Samenvatting 3

Inhoudsopgave 4

1. Inleiding 6

1.1 Aanleiding 6

1.2 Afbakening 6

1.3 Doelstelling en eindproduct 7

1.4 Centrale vraag 7

1.4.1 Deelvragen 7

1.5 Conceptueel model 7

1.6 Onderzoeksmethode 8

1.6.1 Literatuuronderzoek 8

1.6.2 Interviews 8

1.6.3 Stappenplan 9

1.7 Relevantie 9

1.7.1 Wetenschappelijke relevantie 9

1.7.2 Maatschappelijke relevantie 9

1.8 Leeswijzer 10

2. Theorie van projectfinanciering in een veranderde context 11

2.1 Het projectontwikkelingsproces 11

2.1.1. De essentie van projectontwikkeling 11

2.1.2. Projectontwikkelaars 12

2.2 Het projectfinancieringproces 12

2.2.1. Financieringstheorie 12

2.2.2. Projectfinanciering ontwikkelaars 14

2.2.3. Projectfinanciering nieuwbouwwoningen 15

2.2.4. Risico's bij projectfinanciering 16

2.3 Een veranderde context 17

2.3.1. Veranderende marktomstandigheden 17

2.3.2. Onverkochte woningen 17

2.3.3. Ontwikkeling financieringsmarkt projectontwikkeling 18

2.3.4. Risico's bij projectfinanciering in gewijzigde context 19

2.4 Deelconclusie 21

2.4.1. Gevolg 21

2.5 Alternatieve wijzen van projectfinanciering ... 22
2.5.1. Alternatieve wijzen van projectfinanciering uit de theorie ... 23
2.5.2. Alternatieve wijzen projectfinanciering in de praktijk ... 30
2.6. Deelconclusie ... 34
2.7 Voorlopige hypothesen ... 35
3 Onderzoeksmethode ... 36
3.1 Kwalitatief onderzoek ... 36
3.1.1. Interviews ... 36
4. Resultaten ... 39
4.1 Analyse onderzoeksresultaten interviews ... 39
4.1.1. Achtergrond bedrijven ... 39
4.1.2. Ervaring financiering woningbouwontwikkeling(en) ... 41
4.1.3. Ervaring alternatieve financieringsmethoden ... 43
4.1.4. Nieuwe, kansrijke alternatieve financieringsmethoden ... 44
4.2 Toetsing hypothesen ... 45
4.3 Deelconclusie resultaten ... 48
5 Conclusie ... 49
5.1 Conclusies ... 49
5.2 Aanbevelingen ... 51
5.3 Reflectie ... 53
Bibliografie ... 55
Bijlagen ... 58
Bijlage 1 Bedrijven bouwnijverheid ... 58
Bijlage 2 Uitgestelde betalingsregeling ... 59
Bijlage 3 Koopgarant ... 61
Bijlage 4 *Topiclist* interviews ... 63
Bijlage 5 Scoringscriteria geïnterviewden ... 65
Bijlage 6 Compilatie van kranten koppen, aanleiding onderzoek ... 66

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

De mate waarin de ontwikkelende woningbouwer(s) in staat is (zijn) financiële projectrisico's op zich te nemen is vandaag de dag een complexe opgave (Battes, 2015).

In een normale situatie start een ontwikkelende bouwer bij een woningbouwproject met een (voor)verkooppercentage van 70% met de bouwwerkzaamheden (Woningborg, 2014). Dit betekent dat hierbij nog 30% van de woningen onverkocht is. Dat deel wordt momenteel door de ontwikkelende bouwer zelf voorgefinancierd. Bij kleinere projecten is dit risico nog enigszins te overzien maar bij projecten met een grotere omvang groeit dat risico in absolute zin.

Vervolgens staan de marges op lopende- en nieuwe projecten sterk onder druk. Primair door hevige concurrentie in de markt om de productie op peil te houden en veilig te stellen. Secundair door stijgende kosten voor onderaannemers en leveranciers die door de toenemende schaarste van partijen wegens veel faillissementen de marges als eerste verhogen. De continu aangescherpte regelgeving voor nieuwbouw vanuit de overheid draagt ook niet bij aan stabiele marges. Wanneer de Nederlandse markt herstelt zal dit daarom niet direct leiden tot herstellende marges voor bouwbedrijven (Deloitte, 2014).

In veel gevallen zijn de huidige marges op een nieuwbouwproject systematisch niet toereikend om de onverkochte woningen (uitgaande van 30% onverkocht) voor te financieren. In dit geval zal er extra liquiditeit of werkkapitaal in het project gestoken moeten worden om het project te kunnen financieren.

De liquiditeits- en solvabiliteits-ratio's van genoemde bedrijven zijn dun (Graydon, 2013). Daarbij staan de marges aan alle kanten sterk onder druk. Veel partijen zijn vanuit het verleden, de periode van voor 2008, voor een substantieel deel gefinancierd met vreemd vermogen. Hierdoor kunnen zekerheden maar in beperkte mate worden afgegeven. Daar komt bij dat kapitaal (voor ontwikkelende woningbouwers) zeer schaars en bovenal duur is: banken vragen meer garanties, verhogen de risico-opslagen en eisen leningen op.
Dit komt omdat banken sinds het uitbreken van de kredietcrisis zelf ook kampen met aangescherpte regelgeving, risico opslagen en liquiditeitseisen (Huibers, 2012).

Binnen het huidige onderzoek staat het probleem van de zogenoemde *funding gap* van nieuwbouwprojecten centraal. De *funding gap* in Nederlands financieringsgat of financieringstekort. Dit is het verschil tussen het benodigde bedrag voor de investering en de som van de reeds beschikbare (eigen of vreemde) middelen voor zo ver de som van de beschikbare middelen kleiner is als de investering (Lam, 2010). Het gaat hierbij om het laatste deel van de investering dat (net) niet toereikend is (Rebel, 2016).

1.2 Afbakening

Het huidige onderzoek zal zich toeleggen op middelgrote ontwikkelende bouwers, met een gemiddelde jaaromzet tussen de € 25 en 100 miljoen. Per januari 2015 zijn in de middelgrote categorie, tussen de 20 – 100 werkzame personen 570 bedrijven actief. Het betreft hier respectievelijk projectontwikkeling (20) en algemene bouw (550); samen (Bouwend Nederland 2015, bron: CBS – Statline) (zie bijlage 1). Dit is slechts 1% van het totaal in deze categorieën. Bij ruim 86% van de bedrijven is slechts 1 persoon werkzaam. Wanneer er voor de categorie eenmanszaken wordt gecorrigeerd is het aandeel middelgrote partijen 7% (Bouwend Nederland 2015, bron: CBS – Statline). De keuze voor deze categorie is gemaakt omdat kleinere partijen voor het grootste deel niet meer in de markt actief zijn of überhaupt geen slagkracht meer hebben. Vervolgens hebben de kleinere partijen ook geen projecten van dusdanige omvang dat deze partijen structureel met onverkochte woningen in de maag zitten (Dubbeling, 2014). Daar komt bij dat grote partijen vaak al meer

mogelijkheden hebben voor funding dankzij de omvang van de onderneming of bijvoorbeeld beursnotering. Het huidige onderzoek is van toepassing op project- en gebieds-(her)ontwikkeling van woningbouwprojecten in Nederland.

1.3 Doelstelling en eindproduct

Het onderzoek zal analyserend van aard zijn met een strategisch procesadvies en aanbevelingen voor ontwikkelende woningbouwers in Nederland. Het doel is een procesadvies op basis van de getoetste alternatieven; hoe er op alternatieve wijze om zou kunnen worden gegaan met de financiering van nieuwbouwprojecten in tijden van laagconjunctuur. Daarbij zullen alternatieven worden gezocht voor het traditionele model (in tijden van hoogconjunctuur) voor financiering van projectontwikkeling. Met als doel de liquiditeitspositie van ontwikkelaars te verbeteren, door onder andere oplossingen te zoeken voor woningen die bij de startbouw en na oplevering van een project, onverkocht zijn gebleven.

1.4 Centrale vraag

Vanuit het perspectief van ontwikkelende woningbouwer(s) zal worden onderzocht wat de alternatieve mogelijkheden zijn voor de financiering van (nieuwe) woningbouwprojecten. Op basis van de beschreven aanleiding van het onderwerp is de volgende centrale vraag geformuleerd:

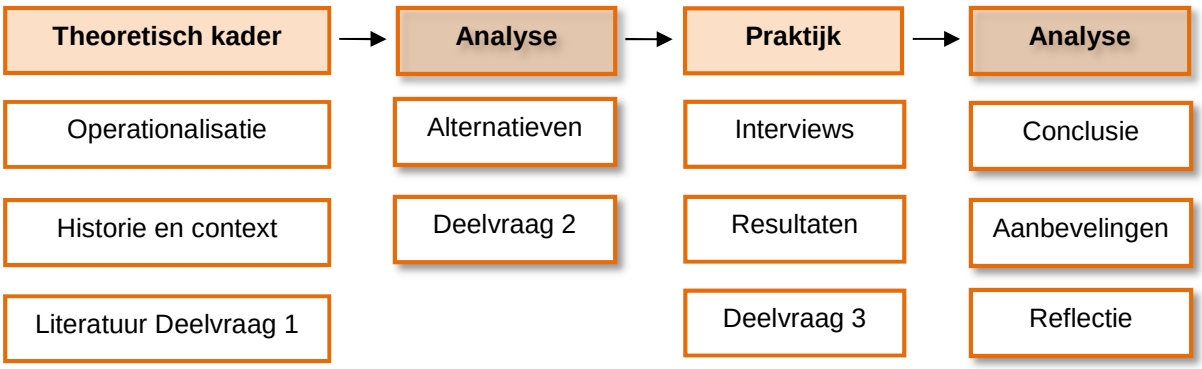
"Hoe kunnen ontwikkelende woningbouwers in een markt van laagconjunctuur financiering voor een nieuwbouwproject op alternatieve wijze realiseren?"

1.4.1 Deelvragen

Bij de centrale vraag zijn de volgende deelvragen gedefinieerd:

1. *Op welke wijze financieren ontwikkelende woningbouwers volgens traditionele modellen een nieuwbouwproject?*
2. *Welke strategische mogelijkheden zijn er om nieuwbouwprojecten op alternatieve wijze te financieren?*
3. *Welke belemmeringen en kansen zijn er voor de alternatieve wijze van financieren van nieuwbouwprojecten?*

1.5 Conceptueel model



Figuur 1.1: Conceptueel onderzoeksmodel

1.6 Onderzoeksmethode

Er is op dit moment in beperkte mate (algemene) literatuur beschikbaar over alternatieve financieringsmogelijkheden. Binnen dit onderzoek wordt stilgestaan bij de alternatieve financieringsmogelijkheden met betrekking tot projectfinanciering van nieuwe woningbouwprojecten. De informatie hiervoor is in zeer beperkte mate systematisch toegankelijk. Daarbij komt dat de informatie die beschikbaar is, recent is gepubliceerd. Dit benadrukt de actualiteit van het beschreven onderzoeksonderwerp.
De onderzoeksmethode zal, met het eerder vermelde te hebben beschouwd, verkennend van aard zijn. Het inwinnen van achterliggende informatie over het vraagstuk zal centraal staan. Echter heeft deze verkennende onderzoeksmethode als kanttekening dat de resultaten niet generaliseerbaar zullen zijn. De resultaten schetsen daarbij wel een voldoende beeld van de alternatieve mogelijkheden (Baarda, 2009). In figuur 1 onder paragraaf 1.6.4. wordt een schematisch stappenmodel geschetst voor het onderzoek.
Er wordt onderscheid gemaakt tussen alternatieven uit de theorie en uit de praktijk. De theoriealternatieven zullen naar voren komen uit de literatuurstudie. De alternatieven uit de theorie zullen vervolgens worden aangevuld met praktijkalternatieven. De praktijkalternatieven zijn verzameld vanuit de eigen ervaring van de onderzoeker in het werkveld. Alle in het werkveld toegepaste alternatieven zijn meegenomen voor volledige beeldvorming. Op deze manier wordt beoogd de alternatieven vanuit een zo breed mogelijk bereik te inventariseren.

1.6.1 Literatuuronderzoek

Binnen dit deel van het onderzoek zal er informatie worden ingewonnen uit bestaande literatuur. Hieruit zal het eerste deel van het onderzoek worden vormgegeven, waarmee het theoretisch kader tot stand zal komen. De eerste subvraag van het onderzoek zal worden beantwoord middels een literatuurstudie, met als doel de context weer te geven. Hieruit volgend zullen de eerste verwachting(en) in kaart worden gebracht voor de oplossing van het huidige probleem.
De literatuur zal voor een groot deel worden verzameld via de online bibliotheek van de ASRE, vastgoedkennis.nl en de (academische) zoekmachine van Google, Google Scholar. Gebruikte (Nederlands- en Engelstalige) zoektermen hierbij zijn: projectfinanciering, alternatieve financiering, onverkochte woningen, projectmatige nieuwbouw, achtervang, projectontwikkeling, woningmarkt, haalbaarheidsstudie, risico, *funding gap* en verkoop.

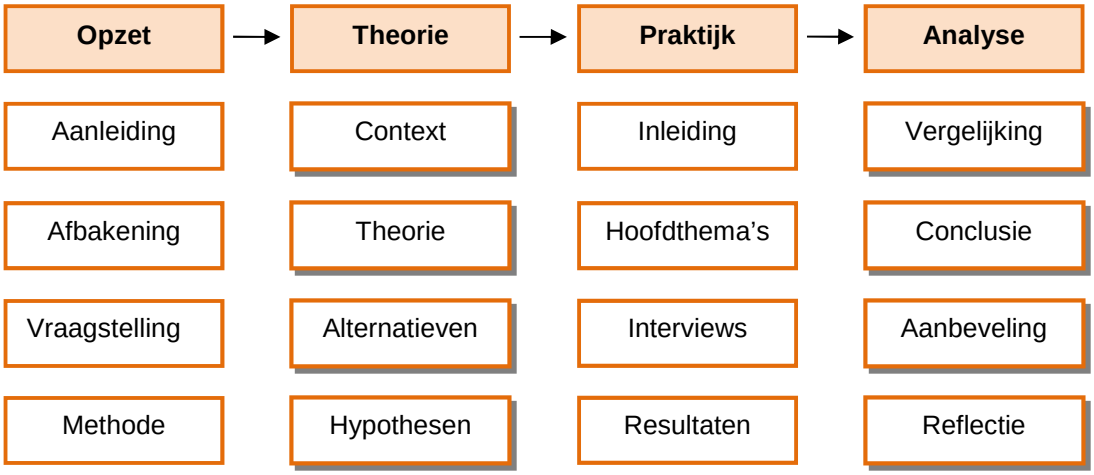
1.6.2 Interviews

Ter aanvulling van het literatuuronderzoek zal verdieping worden aangebracht door middel van interviews met deskundigen binnen het vakgebied. Er is gekozen voor interviews omdat alternatieve financiering van onverkochte woningen nog maar in zeer beperkte mate binnen de literatuur beschreven is. Het actuele vraagstuk zal hiermee door diverse verkenningen en ervaringen van vakspecialisten worden afgetast. Hiermee zal empirisch materiaal worden vergaard.
Er zullen hierbij diverse (innovatieve) partijen worden geïnterviewd. Gedacht wordt aan: (bouwende) ontwikkelaars, adviseurs, (institutionele) beleggers en gemeenten om zo het vraagstuk via verschillende invalshoeken te benaderen en een multidisciplinair beeld te krijgen.

Door middel van de interviews wordt geanalyseerd hoe de huidige, overgebleven partijen, die nog in de markt zijn, met beschreven problematiek om gaan. Middels de interviews zal er creatiever, buiten de gebaande paden van- en ter aanvulling op het huidige theoretische kader, naar alternatieven worden gezocht. Dit om tot (nog) concretere en ook daadwerkelijk praktische aanbevelingen te kunnen komen.
Afwijkend van het literatuuronderzoek betreft dit het subjectieve deel van het onderzoek, waarbij er daadwerkelijk specialisten en experts uit het vakgebied worden ondervraagd. Hoe zijn hun ervaringen, wat zijn de verbeterpunten, zien zij nog onbenoemde mogelijkheden uit de praktijk die zich voordoen. Er wordt dus gezocht naar echte alternatieven buiten de gebaande paden van de traditionele projectfinanciering.

1.6.3 Stappenplan

In onderstaand onderzoeksmodel zijn de schematische stappen binnen het onderzoek inzichtelijk gemaakt.



Figuur 1.2: Schematisch stappenmodel

1.7 Relevantie

Naast wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie poogt het huidige onderzoek ook praktische relevantie te bieden door te zoeken naar alternatieven die door de doelgroep direct kan worden gebruikt in de markt.

1.7.1 Wetenschappelijke relevantie

Er wordt met dit onderzoek beoogd een wetenschappelijk gat te dichten. Bij de literatuurstudie zal worden aangegeven dat er een gebrek aan wetenschappelijke literatuur over het vraagstuk is. Een kanttekening hierbij is dat het punt van actualiteit van onderwerp meespeelt bij het nog in beperkte mate beschikbaar zijn van academische publicaties en literatuur over het vraagstuk. Dit onderzoek heeft als doel een van de eerste stappen te zetten in de verkenning van dit onderwerp.

1.7.2 Maatschappelijke relevantie

Diverse partijen die actief zijn op de ontwikkelmarkt voor woningen zijn gebaat bij verdere kennis over alternatieve financieringsvormen voor projecten buiten de gebaande paden. Door de in de aanleiding benoemde sterk veranderende marktomstandigheden is er behoefte aan nieuwe (creatieve) oplossingen voor projectfinanciering. Het idee is om hierbij projecten sneller en vooral efficiënter van de grond te krijgen op het gebied van projectfinanciering. Op dit moment is de financiering vaak de bottleneck van projecten (Boelhouwer, 2012). Met de kennis van het huidige onderzoek wordt gepoogd een bijdrage te leveren aan de oplossing van dit probleem. Er wordt op veel vlakken geïnnoveerd in de markt, maar de financieringsmarkt blijft hierbij naar het idee van de auteur achter.

1.8 Leeswijzer

In hoofdstuk 1 is het onderzoek toegelicht door middel van de inleiding, probleem- en doelstelling, afbakening, hoofd- en deelvragen en de onderzoeksmethode. Vervolgens zal binnen hoofdstuk 2 (achtergrond projectfinanciering) het theoretisch kader worden geschetst met hierin achtergrondinformatie en de context en beantwoording van de eerste deelvraag. Daarnaast komen in hoofdstuk 2 de alternatieve methoden aan bod en wordt getracht deelvraag twee te beantwoorden. Hoofdstuk 2 wordt afgesloten met formulering van voorlopige hypothesen. Hoofdstuk 3 omvat de onderzoeksmethoden van het kwalitatieve onderzoeksdeel. Hoofdstuk 4 bevat de resultaten van de interviews en toetsing van de hypothesen zodat op deelvraag drie een antwoord kan worden gegeven. Hoofdstuk 5 geeft tot slot de conclusies weer van het onderzoek met beantwoording van de hoofdvraag, aanbevelingen en een reflectie op het onderzoekproces.

2. Theorie van projectfinanciering in een veranderde context

Binnen dit hoofdstuk wordt de context beschreven van de projectontwikkelingsmarkt. Hierbij zal de achtergrond, bekeken vanuit een ontwikkelende bouwer, extra belicht worden. Vanuit dat perspectief zal ook de eerste deelvraag uit het onderzoek worden beantwoord, namelijk:

Op welke wijze financieren ontwikkelende woningbouwers volgens traditionele modellen een nieuwbouwproject?

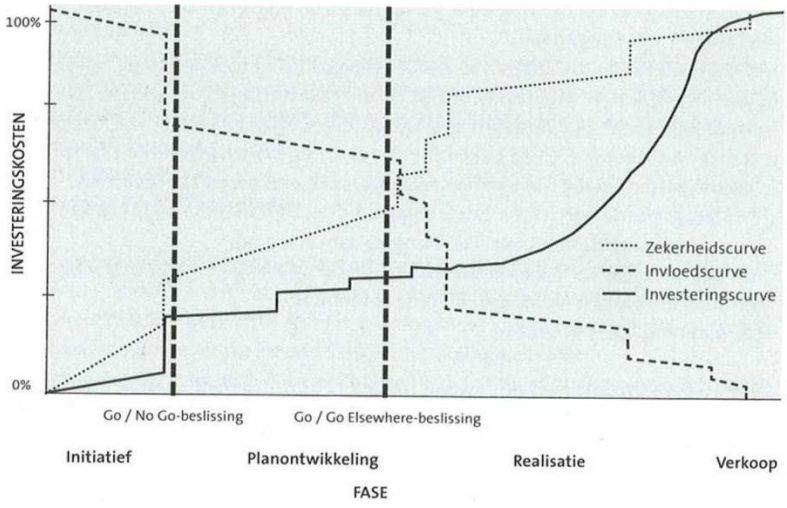
2.1 Het projectontwikkelingsproces

2.1.1. De essentie van projectontwikkeling

Een projectontwikkelaar is verantwoordelijk voor het verwerven van grond, het ontwikkelen van een plan hierop, de verkrijging van de benodigde vergunningen, coördinatie van het totale proces en de uiteindelijke verkoop- of verhuurtransactie van het project met oplevering (Gehner, 2008). Hierbij wordt gaandeweg het proces waarde toegevoegd. Wilkinson en Reed (2008) formuleren dit abstracter: het resultaat, een nieuw ontwikkeld project ontstaat door gebruik van grond, arbeid, materiaal en financiering. Het projectmatige ontwikkelproces duurt in de regel één tot drie jaar. Kenmerkend voor projectontwikkeling is het vraag-gedreven karakter. Door de continu wijzigende marktomstandigheden wisselt de vraag sterk. Projectontwikkelaars anticiperen hierop om afzet te blijven genereren (Gehner, 2003).

Nozeman (2010) onderscheidt vier fasen binnen het ontwikkelingsproces, te weten: initiatieffase, ontwikkelingsfase, realisatiefase en exploitatiefase. Hierbij heeft de ontwikkelaar de financiële doelstelling om rendement te behalen op het project. Financieel rendement wordt beschouwd als de meest geschikte waardering voor projecten omdat het een objectief beoordelingscriterium biedt, afgezet tegen een zo laag mogelijk risicoprofiel (Gehner, 2003).

Projectontwikkeling draait voor een groot deel om het managen en inschatten van risico's. Risico's worden ingeprijsd en hebben hierdoor een sterke relatie met het rendement: er vindt continu koppeling van de risico's plaats met de besluitvormingsmomenten binnen het ontwikkelproces (Gehner, 2003).



Figuur 2.1: Risicomomenten per fase bij projectontwikkeling (Gehner, 2003).

Zoals te zien in figuur 1 liggen de risicomomenten specifiek bij de start van de initiatieffase en bij de planontwikkeling. De risico's worden gaandeweg het proces inzichtelijker, echter wordt de beïnvloedbaarheid ervan steeds kleiner. Hoe eerder de risico´s gesignaleerd (en ingeprijsd) zijn, des te beter er op gestuurd kan worden. De invloed- en zekerheidscurve laten de stappen zien bij belangrijke (investerings-) beslismomenten tijdens het ontwikkelproces (Gehner 2003).

2.1.2. Projectontwikkelaars

Er kan onderscheid worden gemaakt tussen verschillende typen projectontwikkelaars. Veelal speelt hierbij de achtergrond en relatie met de (mogelijk aanwezige) moedermaatschappij een grote rol. Vanuit dit oogpunt (het totaalbelang) wordt in de regel bepaald in wat voor type projecten wordt geïnvesteerd. Binnen dit onderzoek staat, zoals benoemd binnen de afbakening, de ontwikkelende bouwer centraal.

De specifieke groep projectontwikkelaars, de ontwikkelende bouwbedrijven, komt voort uit van oorsprong veelal traditionele (familie-) bouwbedrijven met focus op bouwproductie. Creatie van bouwvolume en waarborging van continuïteit van het bouwbedrijf staan hierbij vaak centraal (Van Gool et al., 2013). Het gros van de gedefinieerde ontwikkelende bouwbedrijven in Nederland heeft een personeelsomvang van tussen de 25 en 300 fte, met een variërende omzet tussen de 20 en 150 miljoen op jaarbasis (NVB bouw, 2015).

Kenmerkend hierbij is de vaak lager dan de gemiddelde solvabiliteit van ontwikkelende bouwbedrijven,: deze ligt in veel gevallen onder de 20%. Dit percentage is ook laag ten opzichte van bedrijven in andere branches. Dat maakt de bedrijven in een stagnerende (woning)markt kwetsbaar en stelt ze bloot aan grote risico's (Deloitte, 2014).

Doordat er maar in beperkte mate (duur) eigen vermogen beschikbaar is werd dit in het verleden aangevuld met bancair verstrekt vermogen (rekening courant krediet), hypotheken en *stand alone* financieringen op grondposities. Sinds het uitbreken van de crisis in 2008 worden deze faciliteiten door banken echter beperkt en teruggedrongen. Door het terugdringen van de hoge *loan to values* uit het verleden is de speelruimte voor veel ondernemingen zeer beperkt geworden (Rietberg, 2012). Dit geeft de noodzaak weer van alternatieve financieringsmethoden buiten de gebaande paden.

De huidige trend laat zien dat de omvang van projecten kleiner wordt waarbij lokale (markt) kennis een steeds grotere rol speelt. De lokale vraag van de eindgebruiker komt hierbij steeds nadrukkelijker naar voren. Deze lokale vraag wordt in de praktijk het beste ingevuld door ontwikkelende bouwbedrijven die veelal op lokaal niveau acteren (Bemmel, 2013).

2.2 Het projectfinancieringproces

2.2.1. Financieringstheorie

De basis van de financieringstheorie begint bij de kapitaalstructuur van de onderneming. Centraal hierbij staat de vermogenspositie van de onderneming. De vermogenspositie van een onderneming bestaat in de basis uit vreemd vermogen en eigen vermogen. Het vreemd vermogen omvat de schulden van de onderneming en de voorzieningen. De hoogte van de verhouding vreemd vermogen ten opzichte van de totale balanswaarde binnen de onderneming wordt aangeduid als de *leverage.* Hoe hoger het percentage vreemd vermogen, hoe hoger de *leverage.* Het eigen vermogen wordt aangeduid als de totale waarde van de bezittingen van de onderneming gereduceerd met het vreemd vermogen. Het aandeel eigen vermogen wordt gezien als het risicodragende kapitaal van de aandeelhouder(s) binnen de onderneming. De kapitaalverhouding van het eigen vermogen van de onderneming ten opzichte van het totaal vermogen van de onderneming is de solvabiliteit, die wordt uitgedrukt in procenten. Een hogere solvabiliteit betekent een betere vermogenspositie voor de onderneming (Meeuwssen, 2013).
Vervolgens is er minder risico op faillissement van de onderneming.

De perfecte economie:

Binnen de wetenschap is in het verleden al veel onderzoek verricht naar het financieren met vreemd vermogen. Een centrale rol is hierbij weggelegd voor Modigliani en Miller (1958). Zij gaan in basis uit van een tweetal hoofdveronderstellingen:

1. De waarde van de onderneming is niet afhankelijk van de kapitaalstructuur. Iedere verhouding van vreemd en eigen vermogen optimaliseert de waarde van de onderneming.
2. De kosten van het eigen vermogen zijn een lineaire functie van de relatie tussen het vreemd en eigen vermogen.

Kort gezegd komt het er op neer dat Modigliani en Miller (1958) veronderstellen dat de waarde van een onderneming niet wordt beïnvloed door de verhouding tussen het vreemd en eigen vermogen (Wielen, 2014).

Eerder gestelde gaat echter uit van de perfect efficiënte economie. Hierbij gelden de volgende veronderstellingen (Modigliani & Miller, 1958):

1. De inkomsten van de onderneming niet onderhavig zijn aan belastingen;
2. Er geen transactiekosten zijn;
3. Faillissementen van ondernemingen uitgesloten zijn;
4. Kapitaalmarkten volledig perfect zijn;
5. Ondernemingen en handelaars volledige, gelijke informatie voorhanden hebben.

De reële economie:

In de reële economie liggen bovengenoemde veronderstellingen genuanceerder. Zo zijn de veronderstellingen ten aanzien van faillissementen en belastingen in werkelijkheid niet in stand te houden. Binnen het merendeel van de betalingssystemen is de rente op vreemd vermogen fiscaal aftrekbaar. Hiermee zou het (in theorie) aantrekkelijk zijn een onderneming met zoveel mogelijk vreemd vermogen te financieren. De keerzijde hierbij is de risicotoename in relatie tot het eerder gestelde (uitgesloten) faillissement. De kans op faillissement neemt toe naarmate er meer gefinancierd is met vreemd vermogen. De eerder gestelde veronderstelling van Modigliani en Miller gaat in de reële economie op deze gebieden niet op (De Ruijter, 2009).

In 1963 hebben Modigliani en Miller de veronderstelling dat er geen belastingen aanwezig zijn in hun theoretisch model aangepast. Binnen het aangepaste model van Modigliani en Miller (1963) groeit de waarde van de onderneming door de gestelde fiscale aftrekbaarheid van vreemd vermogen, wanneer er een groter percentage vreemd vermogen in de onderneming zit. Daarnaast is de eerder gestelde uitsluiting van faillissementen in de reële economie niet uitgesloten. Dit is een reëel risico en zal in werkelijkheid worden ingeprijsd. Verstrekkers van vreemd vermogen zullen om deze reden de kans en kosten van een faillissement doorberekenen in het rentetarief voor het vreemd vermogen.

Wanneer de overwegingen in de reële economie binnen de kapitaalstructuur worden meegenomen is de maximalisatie van vreemd vermogen niet het meest optimaal. Er dient een optimale verhouding te worden gezocht tussen de (verhoogde) kosten voor vreemd vermogen en de aanwezige fiscale voordelen (Meeuwssen, 2013).

De opgenomen financieringstheorie spitst zich toe op de bedrijfsfinanciering en kapitaalstructuur van ondernemingen. Binnen het voorliggende onderzoek is de vraag echter in mindere mate gericht op bedrijfsfinanciering. Dit gaat meer specifiek in op de vastgoed- en projectfinanciering voor nieuwbouw van woningen in Nederland. Van Goot et al, (2013) concluderen dat er geen standaard optimale kapitaalstructuur voor vastgoed- en projectfinanciering is. Echter na beschouwing van de theorie kan geconcludeerd worden dat deze in beginsel wel op hoofdlijnen toepasbaar is op vastgoed- en projectfinanciering.

De formulering voor de meest optimale kapitaalstructuur is meer dan een kwantitatieve analyse. Vastgoedontwikkelaars en investeerders in onroerend goed hebben steeds meer uiteenlopende (alternatieve) mogelijkheden tot hun beschikking ten opzichte van het verleden. Daarnaast kijken

verschaffers van vreemd vermogen anders aan tegen de verstrekking van leningen dan in het verleden het geval was. Bij financiering van projectontwikkelingsactiviteiten ligt de basis voor de financiering bij de verwachting voor de in de toekomst te realiseren (project) winsten. Deze kunnen worden gerealiseerd door ontvangsten van verkoopopbrengsten van een project (Van Gool et al. 2013).

Het type financiering en de te kiezen kapitaalstructuur zijn vervolgens sterk afhankelijk van de beschikbaarheid van eigen middelen in de onderneming. Daarnaast dient er bereidheid te zijn van vreemd vermogen verschaffers. Vervolgens staat de ontwikkelaar voor de keuze of deze bereid is een deel van de winst op de investering te delen of een rentevergoeding voor het vreemd vermogen te betalen. Hierbij speelt de hefboomwerking of *leverage* een cruciale rol in de verhouding eigen en vreemd vermogen. In paragraaf 2.3.3., met tabel 2.1 wordt verder stilgestaan bij de (zowel positieve als negatieve) effecten van de hefboomwerking.

Het is opvallend dat de beschreven financieringstheorieën niet ingaan op veranderende marktomstandigheden. Er wordt geen relatie gelegd tussen de conjunctuurbeweging en de wijze van financieren van een onderneming of van (vastgoed)projecten.

2.2.2. Projectfinanciering ontwikkelaars

Een projectontwikkelaar gebruikt voor de financiering van een project naast eigen vermogen ook vreemd vermogen. Het eigen vermogen brengt de ontwikkelaar zelf in. Vreemd vermogen wordt verschaft door derden. Dit zijn investeerders die een project mee financieren; vaak zijn dit (nog) banken maar het kunnen ook verzekeraars of andere (institutionele) partijen zijn (Huisman, 2007). De financier verstrekt vaak niet de totale investering. Het inbrengen van eigen vermogen door de ontwikkelaar vergroot immers de betrokkenheid van de ontwikkelaar en verkleint het risico van de financierende partij (Berkhout, 2013).

Er zijn grote verschillen in de wijze van projectfinanciering door de verschillende typen ontwikkelaars. Ook de financieringsbehoefte kan per type ontwikkelaar sterk uiteenlopen. De achtergrond van de ontwikkelaar speelt hierbij, zoals eerder benoemd, een grote rol. Ontwikkelaars die onder een grote moedermaatschappij vallen kunnen (vaak) vrij gemakkelijk financiering ophalen.

Dit ligt bij kleinere, zelfstandige, risicodragende ontwikkelaars volledig anders. Deze zijn traditioneel nog steeds sterk afhankelijk van banken (Huisman, 2007). Daarbij speelt ook de strategie van de ontwikkelaar een belangrijke rol, partijen die onder een grote moedermaatschappij vallen ontwikkelen veelal met een ander doel. Bijvoorbeeld: extra rendement, ontwikkeling van wooneenheden om toe te voegen aan eigen fondsen of spreiding van risico's. Voor zelfstandige risicodragende ontwikkelaars gaat het om de *core business* (Gehner, 2011).
Zoals eerder geduid, is er een verschil aan behoefte van financiering, daarnaast is er een groot verschil aan benodigde financiering per fase van het ontwikkelproces (Nozeman, 2014). De kosten binnen de initiatieffase zijn normaliter beperkt. Dit hangt echter sterk samen met het feit of de grond reeds in het bezit is van de ontwikkelaar of nog verworven dient te worden (Gehner 2003). Daarnaast is de boekwaarde of aanschafwaarde van de grond bepalend voor de omvang van de financiering en het risico ervan.

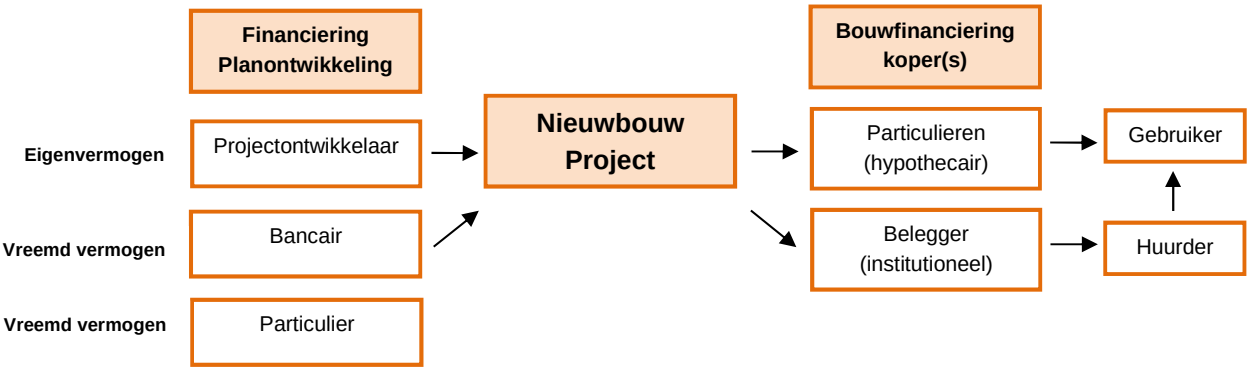
Wanneer de grond op een later moment wordt gekocht, in de loop van de planontwikkeling, liggen de risico's anders. De plannen zijn op dat moment verder gevorderd, er zijn inmiddels meer risico's geëlimineerd of concreter in beeld gebracht en daarbij is de looptijd van de financiering korter (Huisman, 2007). Ook kan het projectrisico gereduceerd worden door in dit stadium de financier aanvullende garanties te geven, in de vorm van bouwvergunningen, voorverkooppercentages en commitment van de omgeving (Gehner, 2011).

2.2.3. Projectfinanciering nieuwbouwwoningen

Projectfinanciering bestaat uit financiering van planontwikkeling, de bijkomende kosten in de aanloopfase en de bouwkostenfinanciering ten behoeve van de realisatiefase. In de theorie wordt projectfinanciering gedefinieerd als financiering van één specifieke economische eenheid, waaronder een project kan worden verstaan. De projectontwikkelaar moet zorgen dat er voldoende *cashflow* uit het project komt om de kredietverleners terug te kunnen betalen. Voor de financiers is dit aspect cruciaal, daarbij dienen de grond en het vastgoed als onderpand voor de lening (Nozeman et al., 2014).

Traditioneel heeft een projectontwikkelaar de keuze om een nieuw woningbouwproject op twee manieren in de markt te zetten. Of er wordt verkocht aan particulieren op de reguliere woningmarkt of het project wordt afgezet aan een (woning) belegger. Hier is ook direct een groot verschil van financieringswijze te duiden, de eindgebruikers of afnemers spelen hierin een grote rol (Van Gool et al. 2013). Wanneer een project wordt verkocht aan particuliere kopers op de woningmarkt, wordt er in de regel gestart met de (bouw)financiering wanneer 70% verkocht is. Middels een vastgesteld termijnschema worden hierbij de bouwtermijnen bij gereedkomen van een bouwfase gefactureerd aan de kopers binnen het project (Woningborg, 2014).

Bij verkoop aan een belegger kan dit aan de hand van twee (instap) momenten plaatsvinden. Een belegger kan vanaf de initiatieffase bij een project betrokken zijn: hierbij treedt de belegger op als financier voor de bouwfinanciering. Wanneer dit het geval is kan een belegger ook een gedeelte van de planontwikkeling- en grondkosten voorfinancieren. Doel van de belegger hierbij is financiering ter verwerving van het project voor haar beleggingsportefeuille (Van Gool et al. 2013). De andere mogelijkheid is dat de ontwikkelaar het project pas verkoopt bij gereed komen van het project. Hierbij is volledige bouwfinanciering nodig ten behoeve van de realisatiefase. Dit betreft een korte termijn financiering met een looptijd van maximaal twee jaar (Huisman, 2007).



Figuur 2.2: Traditionele vorm van projectfinanciering. Bron: eigen bewerking Nozeman et. al. (2014).

Bij de start van de realisatiefase is het meeste kapitaal nodig. De bouwkosten bedragen bij een gemiddeld project zeker 60% van de totale investering. Hierbij komt, (sterk) afhankelijk van de locatie en risico van het project, gemiddeld 5% aan financieringskosten (Gehner, 2011).

2.2.4. Risico's bij projectfinanciering

Reguliere projectfinanciering heeft als uitgangspunt dat de financier van het vreemd vermogen het stuk vermogen inbrengt dat niet risicodragend is. Het overige, risicodragende deel wordt ingebracht door de projectontwikkelaar zelf (Huibers, 2012). Dit benadrukt het belang van de projectontwikkelaar om de risico (momenten) zo veel mogelijk onder controle te houden (Gehner, 2003).

De belangrijkste te duiden risico's (o.a. Mackaay & Nozeman, 2014, Berkhout & Zwart, 2013):

- Marktsentiment, positief of negatief;
    - Hiermee wordt bedoeld: het algemene (macro) economische klimaat ten tijde van de ontwikkeling van het project. Dit kan positief of negatief van invloed zijn;
- De bestemming van de grond en het ontwikkelstadium;
    - Wanneer de grond nog géén woonbestemming, maar bijvoorbeeld een agrarische bestemming heeft met hierbij een nadrukkelijk lagere waarde is dit een groot risico;
- De locatie van het project;
    - Hiermee wordt bedoeld dat het sterk bepalend voor het afzetrisico is of de locatie is gelegen binnen een demografisch groei- of krimpgebied;
- Percentage (voor)verkocht;
    - Wanneer het project volledig of voor meer dan 70% is verkocht, is een groot deel van het afzetrisico geëlimineerd;
- Omvang van het project, mogelijke of onmogelijke faseerbaarheid;
    - Bij een faseerbaar project kunnen de afzetrisico's worden gespreid, daarnaast is de (deel)investering lager, hiermee is het totaalrisico beter beheersbaar.
- Aanwezigheid van eindbelegger;
    - Als eerder benoemd kan de aanwezigheid van een eindbelegger de afname en de financiering van de woningen garanderen;
- De hoogte van de benodigde financiering, *loan to value* (LTV);
    - Bij een lagere LTV zit er meer eigen vermogen in het project, dit verkleint het risico voor de financier. Een kanttekening hierbij is dat inbreng van meer eigen vermogen een groter kapitaalbeslag legt op de liquiditeit van een projectontwikkelaar.
- Kredietwaardigheid van de projectontwikkelaar;
    - De mate waarin de ontwikkelaar in staat is om aan de gestelde aflossing- en renteverplichtingen te voldoen;
- De hoeveelheid zekerheden die kunnen worden gesteld door de projectontwikkelaar;
    - Hiermee wordt bijvoorbeeld bedoeld het recht van hypotheek op de betreffende gronden en/of gebouwen.

Om de risico's bij projectfinanciering te kwantificeren wordt veelal de verhouding tussen de omvang van de lening en de omvang van de (nog te maken) investeringskosten van een project bepaald. De financieringsratio die hieruit voort komt is de *loan to cost ratio*, ofwel LTC-ratio (Nozeman et al., 2010).

Gebruik van vreemd vermogen heeft niet altijd een positief effect. Vreemd vermogen bestaat uit schulden van een onderneming (of project) op zowel lange als korte termijn en voorzieningen (Wielen, 2014). De eerder benoemde LTV geeft aan hoe groot de vermogenspositie van het vreemd vermogen is. Hoe hoger de LTV hoe hoger het percentage vreemd vermogen (Berkhout & Zwart, 2013). Wanneer de kosten van financiering hoger of gelijk zijn aan het projectrendement, verhogen die de kosten en risico van het project. In het voorbeeld (zie paragraaf 2.2.2.) is te zien dat alleen wanneer de kosten van de lening lager zijn dan het rendement op het project, er toegevoegde waarde ontstaat. Op dat moment treedt het hefboomeffect op; toepassen van vreemd vermogen vergroot hiermee het rendement op het eigen vermogen. Zie tabel 2.1.

Dit zegt echter nog niets over de (toenemende) risico's van een project bij gebruik van (te veel) vreemd vermogen. Wanneer de verhoudingen tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen uit balans zijn of het rentepercentage (en risico opslagen) over het vreemd vermogen toeneemt, kunnen er grote risico's ontstaan (Van Gool et al., 2013).

Het risico kan bijvoorbeeld ontstaan bij een faillissement. Op dat moment kan de kredietverstrekker zijn vordering (gedeeltelijk) verliezen, hoewel zij wel als eerste in aanmerking komt voor terugbetaling. De kredietverstrekker zal altijd gecompenseerd willen worden, dit in de vorm van de eerder benoemde zekerheden. In de regel hangt de hoeveelheid zekerheiden samen met de hoeveelheid risico die kredietverstrekker loopt. Daarnaast zijn de kosten van krediet met een beperkter risicoprofiel lager (Berkhout & Zwart, 2013).

2.3 Een veranderde context

2.3.1. Veranderende marktomstandigheden

Er is een sterke verwevenheid tussen de markt voor projectontwikkeling en de financiële sector. Ten tijde van het uitbreken van de financiële crisis is dit duidelijk naar voren gekomen. In de jaren voorafgaand aan de crisis waren de risicopremies die ontwikkelaars betaalden aan (bancaire) kredietverstrekkers van een zeer laag niveau. Daarbij kon er met een zeer hoge *leverage ratio* gefinancierd worden, vervolgens was het goedkope kapitaal in overvloed beschikbaar (Huisman, 2007).

De impact van de crisis als eerder benoemd, is voor bouwende ontwikkelaars enorm geweest. Vanwege de ingestorte markt voor vastgoedgerelateerde kredietverlening krijgen partijen de financiering van projecten niet of moeilijker rond (Van Mierlo, 2010). Daarbij komt dat aan de afzetkant voor ontwikkelaars ook diverse ontwikkelingen hebben plaatsgevonden. De hypotheekverstrekking voor de financiering van woningen voor particuliere kopers is sterk onder druk komen te staan. Dit probleem is tweeledig, enerzijds zijn banken zeer terughoudend geworden in verband met gebrek aan kapitaal. Anderzijds stelt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) strengere eisen aan verstrekking van krediet aan particulieren. Vanaf 2013 zijn de regels voor hypotheekrenteaftrek en aflossing gewijzigd. Particulieren komen alleen nog in aanmerking voor hypotheekrenteaftrek indien er maandelijks wordt afgelost op de hoofdsom. Hierbij geldt als voorwaarde dat de lening in maximaal 360 maanden (30 jaar) wordt afgelost. Als gevolg van die factoren stagneert de afzet van woningen (Korevaar, 2013).

De regionale verschillen zijn echter groot. Met name de prijsontwikkeling en bovenal de omloopsnelheid in de sterk stedelijke gebieden afgezet tegen weinig stedelijke gebieden, liggen ver uiteen. Wanneer er wordt gekeken op lokaal niveau dan zijn de verschillen nog groter. Binnen nagenoeg alle Nederlandse gemeenten is het aantal transacties vanaf 2014 toegenomen. Waar de gemiddelde verkoopprijs nog omlaag ging in 128 gemeenten, is in de overige gemeenten stabilisatie opgetreden of is de weg omhoog reeds gevonden. De lokale markten die herstel omhoog inzetten beperken zich (uitzonderingen daargelaten) tot de sterk stedelijke gebieden (Aalders, 2015).

2.3.2. Onverkochte woningen

Sinds de kredietcrisis hebben veel (bouwende) ontwikkelaars te maken met onverkochte woningen binnen projecten. De verminderde leencapaciteit, het lage consumentenvertrouwen en de instabiliteit binnen de eurozone hebben hun invloed op de woningmarkt. Dit raakt veel partijen die actief zijn in de woningbouw direct, zij zijn immers afhankelijk van woningverkopen (Sante, 2011).

Een ander probleem is het gebrek aan innovatievermogen bij de aanbieders, er wordt te traditioneel gedacht vanuit de aanbodbenadering. De behoefte aan nieuwe woonvormen is fundamenteel, de toenemende vergrijzing en sterke groei van eenpersoonshuishoudens blijven de vraag op de achtergrond stuwen. Veel traditionele projectontwikkelaars hebben de businessmodellen ingericht op het succes van gemakkelijk te verkrijgen krediet en het hebben van een groot netwerk. Daarbij wordt er continu ontwikkeld vanuit repetitie van standaard producten. Op deze manier worden woningen in basis ontwikkeld voor een anonieme markt, de invloed voor de consument is hiermee zeer beperkt. De werking hiervan leidt in een gezonde markt met voldoende vraag niet tot problemen. Wanneer er vraaguitval plaatsvindt leidt dit echter wel tot grote problemen. Onverkochte woningen en

stagnerende productie nemen dan sterk toe (Vulpenhorst, 2009). Hiermee is duidelijk dat (bouwende) ontwikkelaars strategisch moeten kijken naar de vraag en timing van projecten.

Door de vraaguitval bij de gesignaleerde knelpunten en het feit dat veel huishoudens klem zaten met hun bestaande woning door een hogere woningschuld dan de marktwaarde van de woning, zijn veel (bouwende) ontwikkelaars in de problemen gekomen. De eerder benoemde vereiste voorverkooppercentages worden niet of met moeite behaald. Direct gevolg hiervan is vaak vertraging van projecten, de drempel wordt minder snel gehaald. In sommige gevallen worden projecten zelfs volledig geschrapt. Daarbij komt dat projecten die nog wel doorgang vinden veelal nog voor een substantieel deel onverkochte woningen bevatten. Deze voorraden onverkochte woningen bovenop de voorraden grond zijn vaak een blok aan het been van veel partijen. De grootste risico's worden gelopen op onverkochte woningen die reeds in aanbouw zijn; er is op dat moment geen weg meer terug (Mierlo, 2010).

2.3.3. Ontwikkeling financieringsmarkt projectontwikkeling

Bij financiering van projectontwikkeling gaat het vaak om zeer grote investeringen waarvoor financiering gearrangeerd dient te worden. Vervolgens bestaat bij projectontwikkeling een groot deel van de financiering uit extern kapitaal. Na intreding van de kredietcrisis is de financieringsmarkt nagenoeg volledig ingestort. Financiële instellingen zijn om diverse redenen uitermate terughoudend geworden met vermogensverschaffing voor projectontwikkeling. Daar bovenop zijn de voorwaarden om krediet aan te trekken een stuk verder aangescherpt (Huisman, 2007).
De hoofdredenen hiervoor zijn de volgende:

- Projectfinanciering voor vastgoed wordt (meer dan voorheen) aangemerkt als risicovol;
- Financiële instellingen moeten meer kapitaal aanhouden voor vastgoedfinanciering (Basel III);
    - Vastgoedfinanciering wordt hiermee duurder voor partijen, haalbaarheid is in het gedrang;
- Dekking van het resultaat op projecten neemt af, hiermee is het te risicovol voor financiers;
- Ontbreken van of onvoldoende eindgebruiker(s);

Als eerder benoemd is het verloop van de risico's en zekerheden gedurende het ontwikkelingsproces van cruciaal belang (Gehner, 2003). De behoefte aan risicodragend krediet is voor ontwikkelaars in het begin van het proces het grootst, waarbij in de loop van het proces de zekerheden toenemen en hiermee ook de bereidheid tot kredietverlening groeit. Als eerste dienen ontwikkelaars de financiering op de grondpositie(s) te verkrijgen. Dit gebeurt vooral op basis van de eerder benoemde *stand alone* financiering waarna vervolgens voor individuele projecten projectfinanciering wordt gearrangeerd (Huisman, 2007).

De huidige trend laat zien dat de lasten voor de genoemde financieringen zijn toegenomen. Hier komt feitelijk bovenop dat er momenteel minder kapitaal beschikbaar wordt gesteld voor projectontwikkeling en vastgoed gerelateerde activiteiten. Dit heeft eveneens een verstorend markteffect waardoor projecten vertragen of zelfs worden afgeblazen. Daarbij zijn veel projecten de laatste jaren ten behoeve van continuïteit van het bouwbedrijf verworven en tegen vaak lage marges. Uitstel of afstel van deze projecten leidt in veel gevallen tot afschrijvingen die direct (negatief) invloed hebben op het bedrijfsresultaat van een projectontwikkelaar. Dit heeft tot gevolg dat banken steeds terughoudender worden om nieuw krediet te verlenen. Hierdoor is de continuïteit van veel ontwikkelaars in het gedrang gekomen omdat er onvoldoende voor- en projectfinanciering aanwezig is om (nieuwe) projecten te kunnen opstarten (Mierlo, 2010).

Hierbij speelt de eerder benoemde, lage solvabiliteit bij middelgrote ontwikkelende bouwers een rol. Deze heeft impact op de zekerheden voor de bank. Daarnaast speelt in sommige scenario's onvoldoende managementcapaciteit (op financieel gebied) en gebrek aan innovatievermogen bij middelgrote ontwikkelende bouwers een cruciale rol. Vervolgens is er gebrek aan vertrouwen bij financiers. Vanwege diverse incidenten door opportunisme en mismanagement, met faillissementen tot gevolg, is dit vertrouwen beschadigd. Tot slot is het gebrek aan directe toegang tot (nieuw) eigen

vermogen om zekerheden te kunnen blijven stellen een knelpunt. Daarbij komt dat als de mogelijkheid er wel is, er in veel gevallen onwil heerst om vanuit privémiddelen bij te storten of privégaranties te stellen (Haak, 2014). Grotere partijen hebben als eerder benoemd meer alternatieven om toegang te krijgen tot *funding*. Zij kunnen bijvoorbeeld aandelenemissies doen, en hebben relevante omvang voor institutionele investeerders.

Om de impact van vreemd vermogen financiering (*leverage*) aan te geven is dit in onderstaand rekenvoorbeeld gevisualiseerd (zie Tabel 2.1). Dit voorbeeld geeft de positieve hefboom van het verleden weer, ten opzichte van het effect van de hefboom in de huidige markt zoals deze er momenteel voor staat. Hierin wordt uitgegaan van een verhouding VV/EV van 70/30 voor de crisis en een VV/EV van 30/70 momenteel. Daarbij is momenteel de rente (voor projectontwikkeling) door risico opslagen hoger geworden. In het verleden leenden ontwikkelaars tegen een rentevoet van maximaal 5% bancair, dit is momenteel minimaal 8% bij private partijen.

Tabel 2.1, Effecten hefboomwerking in veranderde context

Positieve hefboom op eigenvermogen			Meer eigen vermogen, minder rendement, ongewijzigde rente		Meer eigen vermogen, hogere rente en minder rendement	
	voor 2008		vanaf 2008		vanaf 2008	
Investering	100%	1000	100%	1000	100%	1000
Eigenvermogen	30%	300	70%	700	70%	700
Vreemd vermogen	70%	700	30%	300	30%	300
Rente (op VV)	5%	35	5%	15	8%	24
Projectrendement	10%	100	6%	60	6%	60
Resultaat	110%	1100	106%	1060	106%	1060
Rendement (op EV)	**21,7%**	65	**6,4%**	45	**5,1%**	36

Bron: PBL 2013, eigen bewerking.

In bovenstaand voorbeeld is duidelijk te zien dat de positieve hefboom vóór de crisis een grote, extra bijdrage leverde aan het rendement op een project. De rechterkolom laat echter sinds de crisis een geheel ander beeld zien: hier heeft de hefboom een drukkend effect op het project.

2.3.4. Risico's bij projectfinanciering in gewijzigde context

Binnen de projectontwikkeling is sinds 2008 veel veranderd. Invloeden als de economische crisis, aangescherpte wet- en regelgeving voor kredietverstrekking (aan zowel bedrijven als consumenten) hebben het huidige klimaat vormgegeven. Stagnerende woningverkopen waren het gevolg daarvan. De economische crisis heeft een zeer grote impact gehad op de (nieuwbouw-) woningmarkt en op de partijen die hierin actief zijn. Op het dieptepunt van de woningmarkt (in de periode rond 2012/2013) gingen respectievelijk 1.500 tot 1.600 bedrijven en natuurlijke personen met eenmanszaak, die actief waren in de bouwnijverheid, failliet (Bouwend Nederland 2014, bron: CBS – Statline).

De ontwikkelaars die nog over zijn hebben de projecten aangepast aan de economische omstandigheden. De functie invulling kan hierbij wijzigen, de locaties worden aangescherpt naar kernregio's en de omvang van projecten wordt kleiner of gefaseerd. Hiermee worden de afzetrisico's

beter beheersbaar en verder verkleind (Buitelaar et al., 2013). Vervolgens blijft het feit dat eigenlijk voor ieder project vreemd vermogen nodig is. Dit maakt het extra complex gezien de situatie dat de financiering voor (nieuwe) projectontwikkelingsactiviteiten vanuit banken nagenoeg is gestopt (Langerak, 2011). Niet alleen de eerder geduide aangescherpte regelgeving voor het bancaire systeem is hiervan de reden. De eerder genoemde faillissementen en wanbetalingen van een groot aantal zowel professionele als minder professionele partijen binnen de sector zijn de banken niet ontgaan. Veel banken hebben hierdoor veel moeten afboeken met grote verliezen tot gevolg, een aantal zijn zelfs genationaliseerd (zoals *SNS Property Finance)* of splitsen de vastgoed-(financiering) activiteiten volledig af van de bank. Zij gaan al dan niet noodgedwongen terug naar hun *core business* (Battes, 2015). Naast de traditionele bancaire financiering is er de niet-bancaire financiering. Deze kunnen zoals binnen hoofdstuk 1 reeds benoemd, worden onderscheiden in traditionele en de alternatieve financiering.

Bancaire financiering

Traditioneel tot op de dag van vandaag zijn banken verreweg de grootste vastgoedfinanciers: zij hebben volgens schatting een marktaandeel anno 2015 van circa 90% (Cushman & Wakefield, 2015). Het aantal banken dat zich toelegt op de specifieke tak projectontwikkeling is hierin beperkt. Huisman (2007) geeft aan dat de specifiek benodigde kennis hiervoor een belangrijke reden is. De huidige vastgoedbanken die (nog) projectontwikkeling financieren geven op hun beurt aan te hoge risico's te lopen op de ontwikkelactiviteiten. Naast de wens van banken zelf om de risico's op deze activiteiten te verkleinen, hebben ze ook te maken met de in paragraaf 2.3.3. benoemde regelgeving. De eisen vanuit de gestelde Basel III richtlijnen komen hier bovenop. Wanneer banken het eigen vermogen niet op peil krijgen zullen ze de vastgoedactiviteiten nog verder afbouwen (Mandigers, 2013).

Niet bancaire financiering

De alternatieve vorm van financiering, niet-bancaire financiering ligt in een markt waarin banken niet meer willen of kunnen voor de hand. De toepassing hiervan is echter op dit moment nog nihil. Alternatieve financieringsbronnen worden vaak aangegeven als de oplossing. Desalniettemin tonen de theorie en cijfers nog steeds geen nadrukkelijke verschuiving. Procentueel gaat het naar schatting in de periode van 2009-2015 om een toename van enkele procenten (Cushman & Wakefield, 2015).

Deze verschuiving is daarbij met name toe te schrijven aan een aantal grote transacties en (internationale) partijen die leningportefeuilles hebben overgenomen of uitgebreid. De hoofdrolspelers hierbij zijn hoofdzakelijk: *debt funds, private equity*-fondsen en institutionele beleggers (Cushman & Wakefield, 2015). Hiermee zijn de eerste stappen richting alternatieve financieringsvormen in Nederland wel gezet. Het aandeel alternatieve financiering in projectontwikkelingactiviteiten is momenteel niet inzichtelijk. Dat het nog tamelijk beperkt is staat vast, dit wijst opnieuw op de nog ongebaande paden voor alternatieve financieringsvormen voor projectontwikkeling.

Binnen de volgende hoofdstukken zullen de alternatieve wijzen van projectfinanciering vanuit zowel de theorie als de praktijk worden gewogen. Met de voor- en nadelen en mogelijke nieuwe kansrijke alternatieven.

2.4 Deelconclusie

Op welke wijze financieren ontwikkelende woningbouwers volgens traditionele modellen een nieuwbouwproject?

Traditioneel wordt woningbouw voor het grootste deel gefinancierd door middel van vreemd vermogen, met name afkomstig van (Nederlandse) banken. Hiernaast brengt de projectontwikkelaar een (kleiner) deel eigen vermogen in. In de loop van de initiatief- en planontwikkelingsfase kan vervolgens de verkoop worden gestart. Hierbij wordt van oudsher de keuze gemaakt voor verkoop aan particuliere kopers of in één verkoop aan een woningbelegger. In beide gevallen wordt de realisatiefase middels een vastgesteld termijnschema gefinancierd door de koper. Bij verkoop aan een belegger is direct de hele realisatiesom afgedekt. Bij particuliere kopers wordt normaliter bij 70% verkocht gestart. Daarbij moet 100% zijn verkocht om ook de realisatiesom te dekken. Een verschil in risico tussen de twee scenario's is hiermee inzichtelijk.

In paragraaf 2.2.3. zijn de belangrijkste risico's van projectfinanciering geduid. Hierin speelt het marktrisico continu een cruciale rol, zowel vanuit de kant van de ontwikkeling van de financieringsmarkt als de ontwikkeling van de afzetmarkt voor verkoop van de woningen. Daarnaast spelen de risicomomenten (het stadium waar de ontwikkeling zich in bevindt) een belangrijke rol voor het inschatten en afwegen van de risico's van een project. Hierbij zijn de zekerheden die kunnen worden gegeven voor een project eveneens cruciaal. Er dient een substantieel onderpand te zijn voor de financiering of voldoende eigen vermogen van de ontwikkelaar te worden ingebracht. In een stabiele markt leidt dit niet snel tot (grote) risico's. In een turbulente markt, met wijzigende omstandigheden ligt dit echter anders.

2.4.1. Gevolg

Binnen paragraaf 2.3 zijn de (sinds het uitbreken van de crisis in 2008) veranderende omstandigheden omschreven, met de bijbehorende gevolgen hiervan. Zo is er een uitval (geweest) aan de kredietverstrekking zijde. Banken waren niet meer bereid (risicovolle) projectontwikkelingsactiviteiten te financieren. Parallel hieraan liep ook de markt voor hypotheekverstrekking aan particuliere huizen kopers vast. Daarnaast zijn de regionale verschillen van de woningmarktontwikkeling in Nederland sterk uiteenlopend. In de Randstad is inmiddels alweer sprake van (plaatselijk) sterke prijsstijgingen terwijl de periferie in (sommige delen) nog zucht onder teruglopende transacties en stagnerende prijzen. De lokale verschillen zijn groter dan ooit en dit maakt risico afwegingen in het heden nog complexer voor ontwikkelaars. Veel ontwikkelaars hebben ten tijde van de crisis te kampen gehad met grote voorraden onverkochte woningen en uitstel of zelfs afstel van projecten. Dit legt een enorm liquiditeitsbeslag op het project en hiermee op de organisatie.
Banken waren niet of tot in beperkte mate bereid dit liquiditeitstekort aan te vullen. De hoofdredenen hiervoor waren de volgende:

- Projectfinanciering voor vastgoed wordt (meer dan voorheen) aangemerkt als risicovol;
- Financiële instellingen moeten meer kapitaal aanhouden voor vastgoedfinanciering (Basel III);
    - Vastgoedfinanciering wordt hiermee duurder voor partijen, haalbaarheid in gedrang;
- Dekking van het resultaat op projecten neemt af, hiermee te risicovol voor financiers;
- Ontbreken van of onvoldoende eindgebruiker(s);

Tot slot is de in tabel 2.1, gevisualiseerde *leverage* voor een groot deel weggevallen. Dit was voor veel ontwikkelaars de drijfveer om risico's te accepteren als hier een hoog rendement tegenover staat. De *leverage* hangt direct samen met een grotere verhouding eigen vermogen die de ontwikkelaar inbrengt, dit verkleint de hefboom.

Al met al blijkt dat traditionele financieringsmodellen na toenemende risico's en veranderende marktomstandigheden in de huidige markt niet meer (geheel) toereikend zijn. Ontwikkelende bouwers zullen moeten zoeken naar alternatieven om projecten te kunnen blijven financieren.

2.5 Alternatieve wijzen van projectfinanciering

Doel van dit onderzoek is op zoek te gaan naar (nieuwe) alternatieve wijzen van projectfinanciering voor woningbouwontwikkeling in Nederland. Binnen dit hoofdstuk wordt beoogd de verschillende alternatieve wijzen van (niet bancaire) projectfinanciering in kaart te brengen en te analyseren. Er wordt zoals in paragraaf 1.6 benoemd onderscheid gemaakt tussen alternatieven uit de theorie en uit de praktijk. Op deze manier wordt beoogd de alternatieven vanuit een zo breed mogelijk bereik te inventariseren. Deze zullen vervolgens in de laatste paragraaf van dit hoofdstuk worden samengebracht om tot een aantal kansrijke vormen van alternatieve projectfinanciering te komen.
Het huidige onderzoek beoogt de verkenning van nieuwe begrippen; theorie en hypothesevorming staan centraal.

Toetsingscriteria
Omdat betreffende alternatieve financieringsmethoden op voorhand geen uitgewerkte theorie bestaat, zijn de toetsingscriteria ontleend aan het praktische werkveld van de onderzoeker. Op deze manier zijn een zestal criteria en effecten naar voren gekomen, waarop de alternatieve financieringsmethoden in theoretische zin in dit hoofdstuk en vanuit de praktijk in hoofdstuk 4 worden getoetst. De criteria cq effecten die worden meegenomen binnen dit onderdeel zijn:

1. Het opbrengsteffect;
2. Het kosteneffect;
3. Het liquiditeitseffect;
4. De complexiteit;
5. Het risico-effect;
6. *Commitment.*

Bij toetsing aan het opbrengsteffect wordt geanalyseerd in hoeverre het alternatief extra resultaat zou kunnen toevoegen aan het project of de onderneming. Het kosteneffectcriterium toetst of het alternatief zorgt voor kosten (reductie) binnen het project of het bedrijf. Het liquiditeitseffect bekijkt (de beperking van) het liquiditeitsbeslag bij toepassing van het betreffende alternatief. De complexiteit van het alternatief legt zich toe op de haalbaarheid: de (mogelijke) wijze van invoering of implementatie en de kans van slagen van het alternatief. Bij het risico-effect worden de risico's (of reductie hiervan) per alternatief getoetst. Dit kan gaan om uiteenlopende risico's zoals: marktrisico (verkoop), afname risico's, contractvorming en bedrijfs- of financieringsrisico's. Vervolgens worden alle alternatieven getoetst op *commitment*, dat betrekking heeft op de betrokkenheid van mogelijke *stakeholders,* financiers, participanten en ketenpartners. Hiermee zal ook de tweede deelvraag binnen het onderzoek worden beantwoord:

Welke strategische mogelijkheden zijn er om nieuwbouwprojecten op alternatieve wijze te financieren?

2.5.1. Alternatieve wijzen van projectfinanciering uit de theorie

Bij raadplegen van de literatuur komen diverse alternatieven naar voren die een rol kunnen vervullen bij de wijzen van projectfinanciering. De alternatieven zijn benaderd vanuit het oogpunt van de projectontwikkelaar op projectmatige basis.

1. Liquiditeit van marktpartijen in de ontwikkelingsketen

Hierbij tracht de projectontwikkelaar samenwerking(en) op te zetten met marktpartijen. Dit kunnen *co-makerships* zijn voor de realisatie zoals onderaannemers en adviseurs. Daarnaast kan dezelfde vorm worden opgezet met de grondeigenaar (Mackaay & Nozeman, 2014). Het doel hierbij is strategische allianties aan te gaan op het gebied van financiering binnen de keten met als streven financiële resources onderling te verenigen. De partijen binnen de alliantie zitten allen risicodragend in het betreffende project en hebben hiermee meer *commitment* aan het project (Mierlo, 2010).

Hiervoor kan een aparte entiteit worden opgericht in de vorm van een *special purpose vehicle* (SPV). Met name bij de relatie met de grondeigenaar wordt dit in de praktijk vaak toegepast. In de SPV brengen de partijen vervolgens ieder een gedeelte van het eigen vermogen in (Mackaay & Nozeman, 2014).

Voordelen

Een voordeel van het inbrengen van liquiditeit van marktpartijen in de ontwikkelingketen is ten eerste de directe bijdrage aan de liquiditeitspositie van het project. Daarnaast is er meer *commitment* van de betrokken partners. Een derde voordeel is dat de risico's meer worden gespreid over de betrokken partners. Daarnaast beperkt het toevoegen van eigen vermogen aanzienlijk de rentekosten voor het project, wanneer er minder of zelfs géén extern kapitaal van buiten benodigd is. Het zogenoemde spelen met betalingsritmes en het innovatief omgaan met betalingen gaat veel verder dan het traditionele model. Voor de particuliere grondeigenaren is het voordeel (vaak) groter. De kans op een hogere uiteindelijke opbrengst voor de grond ligt voor de hand indien de (vermogensintensieve) grondaankoop zo lang mogelijk kan worden uitgesteld tot de volledige uitontwikkeling van het project is gerealiseerd. Dit beperkt de eigen vermogen inbreng voor de ontwikkelaar aanzienlijk en kan hiermee vervolgens ten goede komen aan de grondeigenaar.

Nadelen

Een nadeel van het eigen vermogen van marktpartijen in de ontwikkelingketen is de selecte groep partijen uit de keten die eventueel mee zouden kunnen in de financiering Momenteel staan branche-breed de marges en liquiditeitratio's nog steeds sterk onder druk. Bij selectie van *co-makers* dienen dus de financiële capaciteit en slagkracht te worden meegewogen. Een ander nadeel is dat marktpartijen in de keten langer op hun geld zullen moeten wachten. Dit kan liquiditeitsproblemen tot gevolg hebben. Wanneer één partij binnen de keten in de problemen komt, dan kan dit het volledige project in gevaar brengen. Financieel sterke partners zijn daarom binnen dit alternatief vereist.

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Positief	Het beperkt de financieringslast voor het project
Liquiditeit effect	Positief	Het beperkt de inbreng van eigenvermogen
Complexiteit	Neutraal	Betalingsritmes omzetbaar, kanttekening kapitaalkracht
Risico effect	Negatief	Sneeuwbaleffect in keten als één partij omvalt binnen de keten
Commitment	Zeer positief	Gehele keten heeft één totaal belang, is meer betrokken

2. Liquiditeit van de gemeente of overheid

Het model van verschaffing van liquiditeit door de gemeente of overheid werkt in basis hetzelfde als het eerder genoemde alternatief voor marktpartijen. Echter, er zijn een aantal verschillen te duiden en ook de belangen kunnen anders liggen. Als eerste kunnen gemeenten gronden en (mogelijk) opstallen

zelf financieren. Hiervoor kan een gemeente tegen gunstige condities vreemd vermogen ophalen bij de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG bank). De BNG verstrekt in dit alternatief de leningen voor de gronden en/of ten behoeve van de betreffende ontwikkeling. De betreffende gemeente draagt in deze situatie het financieringsrisico (Van Joolingen et al., 2011).

Uit de theorie die behandeld is binnen dit onderzoek is de exacte structurering van deze samenwerkingsvorm niet te herleiden. Wel worden een aantal aspecten benoemd die in ieder geval aanwezig moeten zijn om dit alternatief vorm te geven. De samenwerkingsvorm zal dusdanig gestructureerd moeten zijn dat de gemeente zo min mogelijk risico loopt. Dit hoort bij de publieke rol van een gemeente. Daarnaast is er een nadrukkelijk spanningsveld aanwezig tussen wel of geen staatssteun voor de private partij(en) die betrokken zijn bij de ontwikkeling.

Dit alternatief kan op tweeledige wijze een positieve bijdrage leveren. Ten eerste kan een gemeente een hogere grondwaarde realiseren. De grond legt geen liquiditeitsbeslag op de ontwikkelaar en beperkt hiermee de rente- en risicokosten. Dit surplus kan (gedeeltelijk) worden aangewend voor de grondwaarde. Dit kan net het verschil maken tussen een haalbaar en onhaalbaar project voor zowel de gemeente als de ontwikkelaar (Van Joolingen et al., 2011). Ten tweede is voor de ontwikkelaar hoofdzakelijk het later voldoen van grondwaarde cruciaal voor deze alternatieve financieringsvorm. De grond onder het in voorverkoop nog onverkochte deel nieuwbouwwoningen legt in deze situatie geen liquiditeitsbeslag op de onderneming. Het onverkochte deel kan immers nog niet worden doorgelegd naar de koper. De grond wordt in deze situatie formeel geleverd middels abc-levering op het moment dat de koper zich aandient. In deze situatie is A de gemeente, B de projectontwikkelaar en C is de uiteindelijke koper van de nieuwbouwwoning. Traditioneel zou de grond van de onverkochte woningen als voorraad al op de balans van de ontwikkelaar drukken en liquiditeitsbeslag leggen.

Voordelen

Eerste voordelen van dit alternatief zijn minder liquiditeitsbeslag voor de projectontwikkelaar en mogelijk hogere grondwaarde voor de gemeente. Vervolgens is het risico voor de ontwikkelaar lager en zijn de rentekosten voor de grond beperkt. Hier kan een hogere grondwaarde en/of reserveringsvergoeding tegenover staan, mede om de eerder benoemde staatssteun te voorkomen. Tot slot ontstaat er voor de ontwikkelaar een positieve hefboom omdat er minder eigen vermogen hoeft te worden ingebracht. Dit alternatief kan hiermee de haalbaarheid van projecten significant vergroten. Daarnaast is er voor de gemeente een grotere kans dat een project daadwerkelijk snel doorgang vindt en wordt gerealiseerd. Hiermee kunnen (maatschappelijke) doelstellingen van een gemeente (sneller) worden gehaald. Een laatste voordeel van dit alternatief is dat dit al een bekend fenomeen is dat reeds (succesvol) wordt toegepast.

Nadelen

Nadeel van eigen vermogen inbreng van de gemeente of overheid is dat het mogelijk conflictsituaties op het grensvlak van staatssteun en belangenverstrengeling geeft. Deze dienen zorgvuldig bewaakt te worden, hetgeen complexiteit met zich mee kan brengen. Het risico voor een gemeente is hoger dan bij traditionele grondverkoop.

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Positief	Het beperkt de financieringslast voor het project
Liquiditeit effect	Zeer positief	Geen directe grondkosten, beperkt inbreng eigenvermogen
Complexiteit	Neutraal	Mogelijk conflict situaties staatssteun, juridisch te regelen
Risico effect	Zeer positief	Ontwikkelaar loopt significant lager risico over de grond(afname)
Commitment	Positief	Gemeente en ontwikkelaar hebben één gezamenlijk belang

3. Eigen vermogen van energiemaatschappijen

Dit alternatief gaat uit van samenwerking tussen energiemaatschappijen en de ontwikkelaar(s). Uitgangspunt hierbij is het toevoegen van extra kostendragers, de energiemaatschappijen. Deze nemen de kosten en financiering voor hun rekening gerelateerd aan energievoorziening, (mogelijk) de installaties en duurzaamheidsaspecten. In de theorie wordt dit terrein de laatste jaren verkend onder de noemer gebiedsontwikkeling 3.0. De filosofie hierachter is een *businesscase* te vormen om nieuwe (exploitatie) waardestromen door te leggen in de keten gerelateerd aan de energievoorziening (De Zeeuw, 2012).

De proefprojecten in Nederland die toegankelijk zijn uit de theorie blijken nog pionierende uitzonderingen op de regel te zijn. Hiermee lijkt dit momenteel nog geen realistisch alternatief om extra financiering te arrangeren voor toekomstige nieuwbouw projecten (Peek, 2012).

Voordelen

Mogelijke verkennende voordelen in de toekomst van eigen vermogen verschaffing door de energiemaatschappijen zijn nog beperkt. Er zouden binnen dit alternatief voor ontwikkelende bouwers liquiditeitsvoordelen te behalen kunnen zijn. Het doorleggen van kosten voor installaties in combinatie met de exploitatie ervan in de keten kan hierbij reëel zijn. Installatiekosten betreffen immers gemiddeld 20-25% van de stichtingskosten van een woning (Koops, 2016), wat hiermee een substantieel deel van de investering is. Daarnaast kan het imago van een gebiedsontwikkeling in relatie tot duurzaamheid zich positief ontwikkelen (De Zeeuw, 2012).

Nadelen

Nadelen zijn het nog onvolwassen karakter van het alternatief en het gebrek aan kennis over dit alternatief. Daarnaast zijn partijen direct gebonden aan (een beperkte groep) energiemaatschappijen: het project en de exploitatie van de energievoorziening liggen voor een langere periode bij een partij vast. Het alternatief is nog niet concreet toegepast.

Samenvattend

Opbrengst effect	Positief	Commercieel kan het duurzame imago waarde toevoegen
Kosten effect	Positief	Beperkt de investering in de stichtingskosten voor het project
Liquiditeit effect	Positief	Minder stichtingskosten, minder liquiditeit benodigd
Complexiteit	Zeer negatief	Zeer beperkt toegepast, nog geen succesvolle voorbeelden
Risico effect	Negatief	Gebonden aan energieleverancier, mogelijk niet meer flexibel
Commitment	Positief	Energiemaatschappij sluit vroegtijdig aan in de keten

4. *Forward-funding* vanuit de koper(s)

Het alternatief *forward-funding* of nader verklaard; voorfinanciering van het project door de koper, gaat uit van het model dat de koper(s) de financiering van het project draagt. Dit gebeurt normaliter vanaf de planontwikkelingsfase, nog voor de realisatie. Het kunnen partijen zijn zoals een institutionele belegger of particuliere eindgebruikers. Het betrekken van beleggers of eindgebruikers in de beginfase van het proces als financier, beperkt het liquiditeitsbeslag van de ontwikkelaar. De afnemer verzorgt in wezen de projectfinanciering (Van Gool et al. 2013, Mackaay & Nozeman, 2014).

Bij oplevering van het project neemt de belegger of particuliere eindgebruiker het project af van de ontwikkelaar. De belegger neemt het af voor de verhuur van de woningen, de particulieren voor eigen gebruik (Nozeman, 2014). Voor woningbouwprojecten in Nederland is de financiering vanuit de particuliere eindgebruikers al geruime tijd gebruikelijk. De koper financiert tijdens de bouw de termijnen middels een vastgesteld termijnschema voor een bouwproject (Woningborg, 2014). Woningborg staat garant voor het project wanneer tenminste 70% van de woningen is verkocht. Dit is een afbouwgarantie (verzekering) voor de kopers. Dit alternatief biedt echter nog geen soelaas voor de financiering van de resterende 30% woningen, indien deze nog onverkocht zijn. Wanneer dit het geval is dient er door middel van een ander alternatief aanvullende financiering te worden gezocht.

Voordelen

Voordelen van dit alternatief met de koop door een institutionele partij zijn de liquiditeitsvoordelen, het afdekken van het verkooprisico van de woningen. Daarbij kan er een direct contract worden gesloten met één kopende partij. De koop met particulieren is eveneens een liquiditeitsvoordeel, voor tenminste 70%. Daarbij zijn de modellen al beproefd en worden in de theorie en praktijk beschouwd als bewezen alternatief.

Nadelen

Een nadeel bij de particuliere verkoop kan zijn dat er nog een afzetrisico aanwezig is. Bij 70% verkocht blijft er nog 30% onverkocht over. Op dat moment ontstaat er een *funding gap* van 30% dat zal moeten worden aangevuld. Het nadeel van een institutionele partij kan zijn dat er een (grote) *discount* op de verkoopopbrengst van de ontwikkelaar wordt gevraagd. Het marktrisico is hierbij wel gezekerd. Verkoop aan particulieren levert daarentegen vaak meer op, maar heeft daarbij weer een verhoogd (markt) afzetrisico.

Samenvattend *Forward-funding* vanuit belegger

Opbrengst effect	Negatief	Verkoop in één koop brengt grotere *discount* op totaalsom mee
Kosten effect	Positief	Het beperkt de financieringslast voor het project
Liquiditeit effect	Zeer positief	Plan- en realisatiefase worden direct gefinancierd door belegger
Complexiteit	Neutraal	Belegger moet worden gecontracteerd, kan complex traject zijn
Risico effect	Zeer positief	Ontwikkelaar loopt significant lager markt/verkoop risico
Commitment	Neutraal	Ontwikkeling inhoudelijk onveranderd, belegger direct betrokken

Samenvattend *Forward-funding* vanuit particuliere koper(s)

Opbrengst effect	Zeer positief	Verkoop in gezonde particuliere markt, hoogste marktwaarde
Kosten effect	Positief	Het beperkt de financieringslast voor het project
Liquiditeit effect	Zeer positief	Realisatie kosten worden direct gefinancierd door koper(s)
Complexiteit	Positief	Beproefd model, wordt zeer regelmatig toegepast
Risico effect	Negatief	Ontwikkelaar loopt significant hoger risico aan de afzet kant
Commitment	Neutraal	Ontwikkeling inhoudelijk onveranderd, kopers vroeg betrokken

5. *Crowdfunding* door het publiek

De filosofie achter c*rowdfunding* is dat vele kleintjes één grote maken. *Crowdfunding* brengt een groep partijen samen met als doel een bijdrage te leveren aan bijvoorbeeld een project- of gebiedsontwikkeling. Door dit te doen kan er voldoende kapitaal worden gegenereerd om projecten van de grond te krijgen. Dit innovatieve alternatief is vaak gekoppeld via online kanalen en *social media* om potentiële investeerders aan te trekken. *Crowdfunding* is oorspronkelijk ontstaan in de Verenigde Staten en is steeds meer in opkomst in Europa (Peek, 2012).

Nederlandse banken erkennen eveneens de opkomst van c*rowdfunding,* zij duiden dit momenteel aan als een vorm van maatschappelijk financieren (ING Economisch Bureau, 2013). Binnen de theorie uit diverse vakgebieden worden uiteenlopende definities van *crowdfunding* omschreven. Binnen dit onderzoek is gekozen om het af te bakenen, uitgaande van de definitie in de recente publicatie uit 2014 van Wielen. Hierbij wordt ingegaan op de specifieke vorm van *crowdfunding* voor vastgoed, gebaseerd op de theorie van Vermeer & Joore (2014). Zij formuleren *crowdfunding* voor vastgoed als volgt:

> *'Crowdfunding is een publiekelijk verzoek aan een (of meerdere) netwerk(en) van mensen voor een financiële bijdrage aan de realisatie van een vastgoedproject, in ruil voor het toekomstige rendement of een andere materiële dan wel immateriële tegenprestatie of een combinatie hiervan.'* (Wielen, 2014)

In het c*rowdfunding* proces (voor vastgoed) spelen drie partijen een rol; de initiatiefnemer van het project (de projectontwikkelaar), de intermediair (het online platform) en de financiers/participanten (Wielen, 2014). Hierbij worden ook de eerste positieve tekenen in de Nederlandse woningmarkt gezien voor de toepassing van *crowdfunding*. Echter blijft het hierbij zoals al eerder omschreven bij ontwikkelingen van sociale (woning) bouwprojecten of andere (sociaal) maatschappelijk gerelateerde initiatieven (Silvester, 2016).

Voordelen

Investeren in woningbouwprojecten of projectontwikkelingsactiviteiten wordt met dit initiatief voor veel partijen of personen toegankelijk. Een investeringsdrempel of monopolie van grotere partijen kan hiermee worden weggenomen. Iedereen kan in principe deelnemen. Daarbij is er een sterke binding met de financiers; zij zijn persoonlijk bij het project betrokken of participeren mee in het project(resultaat).

Nadelen

Kenmerkend is de onzekerheid of de benodigde financiering bij elkaar wordt gebracht. Indien de drempel niet wordt gehaald dan vindt het project geen doorgang, met mogelijk afbreukrisico en verliezen tot gevolg. Mogelijk extra kosten betreffen die voor de online platform/intermediair voor bemiddeling bovenop de te verstrekken vergoeding aan participanten/financiers. Vervolgens is het onvolwassen karakter met vooral voorbeelden van maatschappelijke initiatieven nog een grote barrière voor slagingskansen op de korte termijn. Daarnaast is er nog veel onduidelijk over de vorm van zekerheden die kunnen worden gegeven aan deelnemers of participanten. Tot slot ligt er nog een vraagstuk hoe toezicht op de financiering in de toekomst gewaarborgd dient te worden. Een Raad van Toezicht gespecialiseerd in crowdfunding is mogelijk kansrijk (Wielen, 2014)

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Positief	Beperkt de financieringslast voor het project, concurrent tarief
Liquiditeit effect	Zeer positief	Plan- en realisatiefase wordt direct gefinancierd door participant
Complexiteit	Negatief	Vooralsnog geen beproefdmodel, alleen sociale ervaringen
Risico effect	Zeer negatief	Benodigde drempel kan niet worden gehaald, afbreukrisico
Commitment	Positief	Bij realisatie volledige bedrag, sterke binding met participanten

6. Participatiemaatschappijen of verschaffers van *private equity*-financiering

Participatiemaatschappijen of *private equity* fondsen zijn fondsen die risicodragend investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven. In de fondsen participeren veelal (grotere) private investeerders om vervolgens hun middelen via een fonds in te zetten voor het risicodragende deel van vastgoedfinancieringen. Hierdoor wordt het gat waar banken of andere financiers niet in durven, of kunnen stappen, opgevuld (Mackaay & Nozeman, 2014).

De markt voor risicodragende fondsen groeit momenteel erg hard. De fondsen zijn niet gebonden aan de eerder geduide regelgeving voor banken en verzekeraars. Zij kunnen hierdoor in de huidige markt sneller en adequater handelen dan de gevestigde orde (traditionele) partijen. De participatiemaatschappijen of *private equity* fondsen die momenteel terrein winnen zijn met name grote (internationale) spelers (Cushman & Wakefield, 2015).

Projectontwikkelaars kunnen hier in de huidige markt gebruik van maken, met name om middelen te verenigen en (project) risico's onderling te verdelen. Mierlo (2010) omschrijft deze samenwerkingsvorm als *equity-based alliances* voor kapitaalverschaffer(s) en projectontwikkelaar(s).

Deze vorm van zogenoemde *financial engineering* met nieuwe partners in kapitaalkrachtige allianties kan nieuwe initiatieven mogelijk haalbaar maken. De gemixte vorm van financieringen wordt binnen de theorie ook wel aangeduid als mezzanine financiering (Mierlo, 2010). Hierbij kan vervolgens weer onderscheid worden gemaakt in verschillende risicolagen van de verstrekte financiering. Er kan

bijvoorbeeld worden gedacht aan verschillende rangen of lagen in terugbetaling en prioriteit bij bijvoorbeeld faillissement met hieraan gekoppeld de verschillende hoogtes van (rente) vergoedingen voor de diverse lagen (Ruijter, 2009).

Voordelen

Een eerste voordeel dat kan worden aangegeven is dat de projectontwikkelaar zelf minder (risicodragend) eigen vermogen in een project hoeft te steken. Daar komt bij dat ook de projectrisico's met andere participanten (kunnen) worden gedeeld. Hierdoor kan de ontwikkelaar zich verder focussen op (meer) nieuwe projecten, het vergroot de totale armslag en verlaagt in basis de projectrisico's. Daarnaast ontstaat er een positieve hefboom voor de ontwikkelaar met (mogelijkheid tot) meer spreiding van de risico's onder de verschillende participanten.

Nadelen

Tegenover de eerder genoemde (beperkte) bijdrage van eigen vermogen door de ontwikkelaar staat de bijdrage voor een *private equity* fonds. Deze bijdrage is kostbaar, *private equity* fondsen rekenen voor risicodragend vermogen percentages tussen de 10 en 20% (Marel, 2015). Dit kan theoretisch nog steeds rendabel zijn voor een projectontwikkelaar omdat er *leverage* plaats vindt. Wel neemt het risico voor de ontwikkelaar substantieel toe, er is immers minder eigen vermogen van de ontwikkelaar zelf in het project aanwezig (Huisman, 2007).

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Zeer negatief	Financieringslast voor de projectontwikkelaar is zeer hoog
Liquiditeit effect	Zeer positief	Weinig eigen vermogen benodigd, ruimte voor nieuwe initiatieven
Complexiteit	Negatief	Woningbouw weinig toegepast, internationaal traject kost tijd
Risico effect	Negatief	Beperkt eigen vermogen van ontwikkelaar aanwezig
Commitment	Neutraal	Betrokkenheid is wisselend per partij

7. Gronduitgifte middels erfpacht

Gronduitgifte op basis van erfpacht is in Nederland één van de oudste constructies om grond te financieren. Het absolute speerpunt hierbij is het beperken van het liquiditeitsbeslag voor kopers en ontwikkelaars van woningen. Zeker in tijden van crisis speelt dit een cruciale rol, liquiditeit wordt op dat moment schaars. Wanneer de gronduitgifte plaats vindt op basis van erfpacht kunnen de grondkosten later via een maandelijkse of jaarlijkse canonbetaling worden voldaan. Op dat moment worden de (grond)kosten in het beginstadium een stuk lager (Rooy, 2011).

Bij gronduitgifte middels erfpacht is het niet nodig om de grondwaarde in één keer voor te financieren. Het aanschafbedrag wordt verlaagd en gespreid over een vooraf vast te stellen tijdvak. Er is hiermee direct minder financiering of eigen vermogen benodigd om de grondwaarde op te hoesten. Gronduitgifte middels erfpacht kan zowel op publieke als particuliere basis plaats vinden, maar komt in Nederland met name voor in de vorm van erfpachtuitgifte door een gemeente (Joolingen, 2011).

De vorm die daarbij in Nederland het meeste wordt toegepast is canonbetaling die periodiek wordt herzien op basis van de actuele waarde van de grond onder de woning. Dit heeft tot gevolg dat een woningeigenaar niet (altijd direct) meeprofiteert van stijgingen van de marktwaarde van de grondwaarde. Daar tegenover staat dat de woningeigenaar ook niet het risico loopt over de grond. Voor het opstal deel heeft de eigenaar daarentegen zowel de lusten als de lasten van haar bezit (Akro Consult, 2011).

Gemeenten hebben hierbij vaak als bijkomend voordeel dat de grondopbrengsten in relatieve zin vaak op (hoog) peil gehouden kunnen worden. Marktpartijen hebben in beginsel weinig middelen nodig om hoge waardes te realiseren. De betreffende gemeente financiert hierbij in wezen de grond voor de ontwikkelaar voor (Akro Consult, 2011).

Voordelen

In beginsel levert het voor de ontwikkelaar een liquiditeitsvoordeel op omdat de grondwaarde niet direct volledig hoeft te worden afgerekend. De gemeente houdt de grond in bezit en geeft het vervolgens uit in erfpacht. Daarnaast wordt ook de financieringslast voor de ontwikkelaar beperkt, er zijn geen rentekosten voor het gronddeel. Wel moet er canonvergoeding aan de gemeente over de grond worden betaald totdat de woningen zijn verkocht.

Nadelen

Commercieel kunnen er nadelen kleven aan erfpacht. (Recente) onduidelijkheden over de berekenmethodiek van de canon en grote schommelingen van tarieven bij het aflopen van tijdvakken brengen veel onzekerheid. Dit leidt er in sommige gevallen toe dat banken terughoudend zijn met de financiering van woningen op erfpachtgrond (Van Dijk, 2015). Daarnaast kunnen er voor de ontwikkelaar nadelen zitten aan het feit dat zij niet alle zeggenschap heeft over de grond en hiermee beperkt wordt in vrijheid en ontwikkelmogelijkheden. De gemeente kan aanvullende eisen stellen.

Samenvattend

Opbrengst effect	Negatief	Erfpacht wordt in sommige gevallen als commerciële min gezien
Kosten effect	Positief	Financieringslast voor de projectontwikkelaar is lager
Liquiditeit effect	Zeer positief	Weinig eigen vermogen benodigd, ruimte voor nieuwe initiatieven
Complexiteit	Negatief	Terughoudendheid van banken bij woningen op erfpachtgrond
Risico effect	Negatief	Ontwikkelaar niet alle zeggenschap, gemeente houdt invloed
Commitment	Neutraal	Niet direct impact op betrokkenheid

2.5.2. Alternatieve wijzen projectfinanciering in de praktijk

Na onderzoek uit de theorie is duidelijk geworden dat hierin mogelijk nog een aantal alternatieve financieringsmethoden ontbreken. Deze zijn reeds bekend bij de onderzoeker vanuit het werkveld, de alternatieven uit het bedrijfsleven komen niet terug in de theorie. Op dit punt schiet de theorie tekort en is mogelijk nog een ongedicht gat geconstateerd. Na een periode van observatie in het werkveld van ontwikkelende bouwbedrijven in Nederland zijn een aantal aanvullende alternatieven naar voren gekomen die een rol kunnen vervullen bij de alternatieve wijze van projectfinanciering. Tijdens de observatie periode zijn de praktijkgegevens verzameld van alledaagse activiteiten en toepassingen op het gebied van alternatieve financiering (mede door het raadplegen van websites, brochures en financieringsconcepten). De verschijnselen zijn hiermee zo gedetailleerd mogelijk geïnterpreteerd in de context. Voor een compleet beeld en aanvulling van dit gat in de theorie, betreffende alternatieve financieringsmethoden zullen ook de geobserveerde praktijkalternatieven beschreven worden en vervolgens getoetst worden op kansrijkheid. Dit gebeurt op dezelfde wijze als toetsing van de alternatieven uit de theorie.

1. Uitgestelde betalingsregeling

De basis van de uitgestelde betalingsregeling is het verlagen van de directe financieringslast (VON koopsom) voor de koper van een nieuwbouwwoning. Een percentage van de koopsom kan hiermee later door de koper worden voldaan. Bijvoorbeeld wanneer het inkomen van de kopers is gegroeid of het financieringsklimaat is verbeterd. Hiermee kan een nieuwbouwwoning bij aanschaf financieel toegankelijker gemaakt worden en dit kan mogelijk net het verschil maken om de woning te kunnen kopen. De financieringsregeling van uitgestelde betaling komt voort uit de periode na aanvang van de eerder benoemde kredietcrisis, toen financierbaarheid van woningen sterk onder druk stond.

De alternatieve regeling is in de praktijk ontwikkeld en een volledig privaat initiatief. Het uitgangspunt hierbij is dat de projectontwikkelaar de projectwinst op de woning(en) die gebruik maken van de uitgestelde betalingsregeling naar de toekomst verschuift. Op dit moment kan een project toch volledig doorgang vinden en de bouwproductie van een (bouwende) ontwikkelaar op peil worden gehouden. Daarnaast kan er tempo worden gemaakt met een ontwikkeling zodat er geen vroege kopers binnen het plan afhaken wegens stokkende verkoop.

Hoe werkt de regeling concreet:

a. Koper koopt een nieuwbouwwoning met een uitgestelde betaling van 10 - 25% op de von prijs;
b. Terugbetaling is slechts verplicht als de waarde bij doorverkoop van de woning hoger is dan de prijs die op het moment van koop betaald wordt. Dat betekent een laag risico voor koper.
c. Verkoper krijgt het recht op een aandeel gelijk aan het uitgestelde betalingspercentage in de positieve waardeontwikkeling (het verschil tussen de waarde bij doorverkoop en de basisprijs).
d. Er is een mogelijkheid tot wachten met aflossen van de uitgestelde betaling tot doorverkoop van de woning.

Bij doorverkoop van de woning profiteert de projectontwikkelaar naar rato van het percentage uitgestelde betaling mee in de waardeontwikkeling van de woning. Bij een lagere verkoopwaarde als de basisprijs waarop de uitgestelde betaling is gebaseerd, is het risico voor de verkoper. Het overige deel is risico voor de koper zelf. In bijlage 1, is het (reken)voorbeeld met commerciële uitleg zoals de uitgestelde betalingsregeling in de praktijk is toegepast, weergegeven.

Fiscaal is deze alternatieve financieringsregeling in de praktijk getoetst en afgestemd. De Belastingdienst en de Kennisgroep Onroerende Zaken hebben ermee ingestemd. De regeling voldoet aan de inkomstenbelastingeisen. De rente voor de kopers is aftrekbaar in box 1 en ook voor box 3 heeft de regeling geen impact. Daarnaast is de regeling ook geaccepteerd als bijleenregeling. De Belastingdienst stelt wel de volgende voorwaarden:

- Er dient een redelijke verhouding te zijn tussen het verdelingspercentage van waardeontwikkeling en nabetaling.

- Koper heeft voor tenminste 50% belang in de toekomstige waardeontwikkeling en verkoper heeft het terugkooprecht op de nieuwbouwwoning .

Deze twee punten zijn verplicht om in de koopovereenkomst te verwerken (Thunnissen, 2011).

Voordelen

Het eerste directe voordeel is de verkoopstimulerende werking, de verkoop van nieuwbouwwoningen kan op peil worden gehouden in tijden dat het financieringsaanbod terug loopt. Dit heeft tot resultaat dat productie en project(en)voortgang op peil kunnen worden gehouden. Kopers van het eerste uur blijven gebonden omdat de start van een project hiermee gerealiseerd kan worden. Op de lange termijn kan naar rato door de ontwikkelaar worden meegeprofiteerd van de positieve waarde-ontwikkeling, indien deze zich voordoet. De feitelijke winst wordt in basis op peil gehouden, maar pas later, op een onbekend tijdstip gerealiseerd. Daarbij geldt als voorwaarde dat de woningwaarde gelijk blijft of toeneemt. Tot slot houdt het alternatief de liquiditeitspositie van het project en de projectontwikkelaar op peil. Er kan worden doorgebouwd. Kanttekening hierbij is de lagere directe totaalopbrengst omdat een deel van het resultaat op een later moment wordt gerealiseerd.

Nadelen

Een belangrijk nadeel is dat de ontwikkelaar (een groot deel van) de directe projectwinst naar achter schuift. Hiermee is zij niet meer 100% verzekerd van de winstrealisatie en het moment van realisatie. Een belangrijke voorwaarde is dat de ontwikkelaar het uitstellen van winsten überhaupt moet kunnen dragen. Wanneer dit (liquiditeitstechnisch) niet mogelijk is of een project onvoldoende winst bevat, dan is de regeling niet interessant.

Samenvattend

Opbrengst effect	Positief	Lange termijn waardeontwikkeling positief, wordt meegeprofiteerd
Kosten effect	Positief	Bij snelle doorloop snelheid verkoop, minder rente kosten
Liquiditeit effect	Neutraal	In basis direct meer liquiditeit, echter winst deel naar achteren toe
Complexiteit	Negatief	Terughoudendheid van banken, regeling past moeilijk in systeem
Risico effect	Negatief	In dalende markt kans op lager resultaat, onzekerheid wanneer
Commitment	Neutraal	Niet direct impact op betrokkenheid

2. Terugkoopgarantie, koopgarantregeling met erfpacht

De basis van Koopgarant heeft veel overeenkomsten met de eerder omschreven uitgestelde betalingsregeling. Beide regelingen hebben een procentuele korting op de hoofdsom. Koopgarant geeft echter binnen 3 maanden na verkoop een terugkoopgarantie voor de koper. Hierbij heeft de uitgestelde betalingsregeling dit als optie voor onbepaalde tijd en is verkoper niet verplicht om terug te kopen. Koopgarant werkt met het recht van erfpacht en met een derde partij, de stichting die het recht van erfpacht beheert. Dit kan ook een woningbouwcorporatie zijn. Daarnaast is bij koopgarant eigen bewoning door koper verplicht. De grootste aanbieder van de koopgarantregeling in Nederland is Stichting OpMaat. Deze arrangeert de koopgarantregeling voor zowel corporaties als particuliere projectontwikkelaars (Stichting OpMaat, 2016).

Koopgarant maakt eveneens toepassing van korting op de marktwaarde mogelijk en koppelt hier eveneens eenzelfde verdeelsleutel aan bij positieve of negatieve marktwaardeontwikkeling. Bij Koopgarant wordt deze verdeelsleutel de *fair value* verhouding genoemd. Deze komt voort uit de regelgeving voor woningcorporaties van het Ministerie van Binnenlandse Zaken (BZK). Zowel corporaties als ontwikkelaars moeten zich hieraan committeren wanneer ze gebruik maken van Koopgarant. (Stichting OpMaat, 2016).

Voordelen

Het eerste directe voordeel is de garantie van terugkoop binnen 3 maanden. Dit kan in crisistijd voor koper(s) onzekerheid wegnemen. Daarnaast is ook hier de verkoopstimulerende werking, de verkoop

van nieuwbouwwoningen kan op peil worden gehouden in tijden dat het financieringsaanbod terug-loopt. Dit heeft tot resultaat dat de productie en project(en)voortgang op peil kunnen worden gehouden. Kopers van het eerste uur blijven gebonden omdat de start van een project hiermee gerealiseerd kan worden.

Nadelen

De toepassing van erfpacht kan voor banken een belemmering zijn om een hypotheek te verstrekken. Ook al is Koopgarant een met banken afgestemd label, niet elke bank staat hier even welwillend tegenover. Er zijn extra kosten aan verbonden voor derden die de Koopgarantregeling aanbieden en hiermee ook een aandeel (profijt) hebben bij het verstrekken van de regeling.

Samenvattend

Opbrengst effect	Positief	Lange termijn waardeontwikkeling positief, wordt meegeprofiteerd
Kosten effect	Positief	Bij snelle doorloop snelheid verkoop, minder rente kosten
Liquiditeit effect	Neutraal	In basis direct meer liquiditeit, echter winst deel naar achteren toe
Complexiteit	Negatief	Terughoudendheid van banken, regeling past moeilijk in systeem
Risico effect	Negatief	In dalende markt kans op lager resultaat, onzekerheid wanneer
Commitment	Neutraal	Niet direct impact op betrokkenheid

3. Terugkoopregeling bouwgrond, grondoptie

De terugkoopregeling voor (woning) bouwgrond is niet direct een alternatief voor de financiering van onverkochte nieuwbouwwoningen binnen een project. Er is echter wel bewust gekozen om dit alternatief te belichten in het huidige onderzoek. Het alternatief heeft wel degelijk ingrediënten in zich om marktpartijen in het ergste geval (gedeeltelijk) te vrijwaren van (markt)risico's.

De terugkoopregeling van bouwgrond is ontstaan op initiatief van gemeente(n), met name in Rotterdam zijn er diverse praktijkvoorbeelden te duiden. De terugkoopregeling is ten tijde van de crisis geïntroduceerd. De regeling is bedoeld voor bouwgrond die geleverd wordt door de gemeente aan projectontwikkelaars. Bij het uitblijven van kopers van de nieuwbouwwoningen kan de grond worden teruggeleverd aan de gemeente. Hiermee loopt de ontwikkelaar geen risico over de grond. Het enige verlies is in dit geval de *out of pocket* kosten voor het project om de verkoop van de woningen aan te vangen. Daarnaast zijn er ook gerelateerde voorbeelden te vinden waarbij gemeenten flexibel omgaan met de kosten voor bouwleges indien een nieuwbouwplan uiteindelijk niet wordt gerealiseerd door de ontwikkelaar.

Het alternatief op dit gebied lijkt vanuit het oogpunt van de ontwikkelaar erg kansrijk, alleen blijkt dit in de praktijk niet altijd even soepel te verlopen. Zo zijn er het afgelopen jaar diverse berichten in de media verschenen in met name Rotterdam. Hierbij deden zich diverse conflictsituaties voor tussen ontwikkelaar en gemeente over het voldoen van de grondwaarde aan de gemeente of het terugnemen van de grond door de gemeente.

Voordelen:

Het grootste voordeel van het alternatief terugkoopregeling voor bouwgrond is volledige afdekking van het risico op de grondkosten wanneer een project grotendeels onverkocht blijft. Op dit moment neemt de gemeente de grond terug en is de ontwikkelaar voor dit deel gevrijwaard van het betalen van de grondkosten. Het marktrisico kan hierbij substantieel worden teruggebracht en ook de kosten voor het projectinitiatief blijven beperkt. Het project komt op dit moment niet verder dan de initiatief- en een gedeelte van de planontwikkelingsfase (tot verkoop). De regeling komt sterk overeen met een (koop) optie, dit is in andere markten zeer gebruikelijk en hiermee kansrijk. Er kan echter wel een premie tegenover staan die betaald dient te worden in het tijdsbestek dat de optie loopt.

Nadelen:

Conflict- en discussiesituaties tussen gemeente en ontwikkelaar liggen op de loer. Succesvolle verkoopstrategie of mogelijk (on)voldoende inspanning vanuit de projectontwikkelaar om voldoende

verkoop te realiseren, is moeilijk meetbaar en blijft in veel gevallen een subjectief begrip. Mogelijke kosten van de optievergoeding en mogelijke termijn die hieraan gekoppeld zit, kunnen een nadeel zijn. Het verstrijken van de optietermijn op het moment dat er (nog) niet voldoende woningen zijn verkocht kan ook een nadeel zijn.

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Neutraal	Investeringskosten voor de ontwikkelaar beperkt, wel evt. premie
Liquiditeit effect	Zeer positief	Liquiditeit hoeft niet direct te worden ingebracht voor de grond
Complexiteit	Neutraal	Mogelijke discussie inspanning, ondervangen met optietermijn
Risico effect	Zeer positief	Ontwikkelaar kan bij uitblijven van kopers de grond terug leveren
Commitment	Positief	Gemeente zal veel meekijken en heeft een groot belang

4. Inkoop grond van ontwikkelaars door gemeente omzetten naar erfpacht

Dit alternatief gaat ervan uit dat een gemeente grond inkoopt van de projectontwikkelaar en vervolgens uitgeeft in erfpacht aan de projectontwikkelaar. Deze constructie heeft veel overeenkomsten met het bouwclaimmodel, waarbij eveneens de gronden binnen een plangebied van een gebiedsontwikkeling worden ingebracht voor aankoop door de gemeente (Kersten et. al. 2011).

Bij het alternatief van inkoop door gemeente en omzetten naar erfpacht komen opnieuw een aantal voorwaarden naar voren van fiscale en juridische aard. De gemeente zal een marktconforme prijs voor de gronden moeten betalen zodat de financiering niet wordt aangemerkt als staatssteun. Het doel van de ontwikkelaar hierbij is de gronden (en rentelast) van de balans af te krijgen om meer (financiële) ruimte te krijgen. De gemeente heeft als doel het vlot trekken of op gang helpen van de woningbouwproductie. Het idee hierbij is dat de ontwikkelaar de gemeente een lening voor de koopsom verstrekt waarvan de rente (gedeeltelijk) gecompenseerd wordt met de erfpachtcanon. Daarbij is de gedachte dat een gemeente tijdelijk de grond in bezit heeft, totdat de marktvraag weer aantrekt. Het canon- en rentepercentage moeten zo worden gestructureerd dat het uiteindelijk de gemeentelijke kosten dekt (Gemeente Nijmegen, 2011).

Voordelen

De projectontwikkelaar heeft een grotere zekerheid en loopt minder risico over de grondexploitatie. Daarnaast kunnen de (rente)kosten voor de ontwikkelaar lager uitvallen, er mag echter geen sprake zijn van staatssteun. De ontwikkelaar kan hiermee ook langer de tijd nemen voor de verkoop van de woning of de programmering van het woningbouwprogramma aanpassen op de wijzigende marktvraag. De ontwikkelaar krijgt op deze manier meer financiële lucht en bewegingsvrijheid.

Nadelen:

De gemeente loopt hierbij een hoger risico dan de ontwikkelaar, bij faillissement van de ontwikkelaar (na overdracht in erfpacht) blijft de gemeente met het grondexploitatierisico zitten. In het geval dat de markt niet aantrekt en de verkoop blijft stagneren genereert de grond geen inkomsten. Dit alternatief betekent dat de gemeente actief grondbeleid voert (Kersten et. al. 2011). De kansrijkheid van het alternatief komt hiermee sterk onder druk te staan, gezien het feit dat veel Nederlandse gemeenten teruggaan naar passief of faciliterend grondbeleid (Vereniging van Nederlandse Gemeenten, 2013).

Samenvattend

Opbrengst effect	Neutraal	Het voegt niet direct extra opbrengsten toe
Kosten effect	Positief	Kan de grondkosten voor de ontwikkelaar sterk terugdringen
Liquiditeit effect	Positief	Vergroot de liquiditeitspositie van de ontwikkelaar direct
Complexiteit	Zeer negatief	Staatssteun, administratieve en fiscale nadelen. Actief grondbeleid
Risico effect	Neutraal	Voor gemeente negatief, voor ontwikkelaar zeer positief
Commitment	Positief	Gemeente zal veel meekijken en heeft een groot belang

2.6. Deelconclusie

Welke strategische mogelijkheden zijn er om nieuwbouwprojecten op alternatieve wijze te financieren?

Binnen deze paragaaf wordt een samenvatting weergegeven van de verkende alternatieve financieringsmethoden. Om het geheel eenduidig te kunnen beoordelen zijn er een zestal factoren per alternatief tegen elkaar afgewogen. De factoren die zijn meegenomen binnen dit onderzoek zijn: het opbrengsteffect, kosteneffect, liquiditeiteffect, de complexiteit, het risico effect en het *commitment* per alternatief. Met het onderstaande overzicht in tabel 3.2. is in één totaaloverzicht te zien waar de voors en tegens per alternatief op scoren. De scores lopen op een schaal van: zeer negatief, negatief, neutraal, positief tot zeer positief.

Tabel 3.2. Overzicht Alternatieven financieringsmethoden met effecten vanuit het perspectief van de projectontwikkelaar

Alternatieven	Opbrengst effect	Kosten effect	Liquiditeit effect	Complexiteit	Risico effect	*Commitment*
Theorie alternatieven						
eigen vermogen van marktpartijen keten	0	+	+	0	-	+ +
eigen vermogen van grond eigenaar particulier	0	+	+ +	+	+	+ +
eigen vermogen van grond eigenaar gemeente/overheid	0	+	+ +	0	+ +	+
eigen vermogen van energie maatschappijen	+	+	+	- -	-	+
forward-funding vanuit belegger	-	+	+ +	0	+ +	0
forward-funding vanuit particuliere koper(s)	+ +	+	+ +	+	-	0
crowdfunding	0	+	+ +	-	- -	+
participatiemaatschappijen of verschaffers van *private equity*-financiering	0	- -	+ +	-	-	0
grond uitgifte middels erfpacht	-	+	+ +	-	-	0
Praktijk alternatieven						
uitgestelde betalingsregeling	+	+	0	-	-	0
terugkoopgarantie, Koopgarant regeling	+	+	0	-	-	0
terugkoopregeling bouwgrond	0	0	+ +	0	+ +	+
inkoop grond van ontwikkelaars gemeente omzetten naar erfpacht	0	+	+	- -	0	+

In totaal zijn er 14 uiteenlopende alternatieve financieringsmethoden verkend, waaronder negen uit de theorie en vijf uit de praktijk die tot dusver bekend waren bij de onderzoeker. De onderzochte alternatieven lopen uiteen van financiering en liquiditeitsbeperking van beperkte, specifieke onderdelen in de realisatieketen tot financiering van een project in zijn geheel. Het zijn hierdoor, gezien de diversiteit, elkaar niet uitsluitende alternatieven die zich specifiek toespitsen op de financiering van onverkochte woningen. De alternatieven hebben daarentegen wel allemaal een

raakvlak met de beperking van het risico voor onverkochte woningen, verlagen van de financieringsdruk of verlagen van de liquiditeitsdruk op een project. Daarnaast hebben een aantal alternatieven ook effect op het reduceren van de (financiering) risico's voor een woningbouwproject.

Het overzicht toont dat het merendeel van de verkende alternatieve financieringsmethoden een positief effect hebben op de kosten én de liquiditeitspositie van (de ontwikkelaar in) een project. Dit is relatief logisch te verklaren, de alternatieven zijn immers gezocht vanuit problemen op het gebied van *funding* en liquiditeitstekorten bij (bouwende) ontwikkelaars. Het is interessant om te zien dat de verschillen op het gebied van risico's en complexiteit bij de alternatieven sterk uiteenlopen. Deze laten een beeld zien dat overwegend negatief van aard is. Daarnaast laat het opbrengsteffect geen eenduidige lijn zien, er is hier een sterke wisseling per alternatief te signaleren.

Binnen de alternatieven uit de theorie scoren de inbreng van liquiditeit door de grondeigenaar voor zowel particulier als overheid hoog, gevolgd door de beide *forward-funding* alternatieven.
Bij de praktijkalternatieven is de terugkoopregeling bouwgrond, vergelijkbaar met een grondoptie een goed scorend alternatief. Dit is echter niet direct een alternatief voor onverkochte woningen.

2.7 Voorlopige hypothesen

De alternatieve financieringsmethoden, zowel uit de theorie als uit de praktijk, zijn op basis van 6 factoren tegen elkaar afgewogen op kansrijkheid. Deze factoren geven een indicatie van de kans van slagen van een alternatief. Uit deze analyse zijn een aantal alternatieven die, gewogen tegen andere alternatieven, als het meest kansrijk worden gezien. De verwachting is dat deze alternatieven (een deel van) het probleem van onverkochte nieuwbouwwoningen kunnen oplossen wanneer toegepast. Aan de hand van de eerder omschreven conclusies zijn de volgende hypothesen geformuleerd welke zullen worden getoetst met experts uit de praktijk door middel van interviews (Baarda, 2009).

<u>Geformuleerde hypothesen:</u>

1. De huidige, traditionele financieringsmethoden zijn ontoereikend bij veranderende (ten tijde van crisis) marktomstandigheden om projecten succesvol doorgang te laten vinden.
2. Van de alternatieven uit de theorie:zijn *forward-funding* en liquiditeitsinbreng van de grond eigenaar *de meest* kansrijke alternatieve financieringsmethoden.
3. Van de alternatieven uit de praktijk zijn: uitgestelde betalingsregeling en terugkoopregeling bouwgrond de meest kansrijke alternatieve financieringsmethoden.

3 Onderzoeksmethode

3.1 Kwalitatief onderzoek

In het huidige kwalitatieve onderzoek worden wijzen van alternatieve financiering voor nieuwbouwwoningen getoetst door middel van praktijkonderzoek. De empirisch vergaarde theorie wordt voorgelegd aan experts uit de praktijk die hun ervaringen hiermee zullen delen. De waarnemingen en ervaringen vanuit de theorie worden op deze wijze getoetst aan experts uit het praktische werkveld. Op deze manier wordt beoogd te komen tot kansrijke alternatieven, mogelijke overeenkomsten in- of openingen tot succesvolle modellen.

Vanwege de exploratieve aard van het huidige onderzoek, is gekozen voor een kwalitatief onderzoek. Het betreft een vernieuwend thema waarvan de uitkomsten op dit moment nog niet meetbaar zijn. Daarbij liggen de alternatieven ver uit elkaar wat het kwalitatieve karakter nogmaals bevestigt. De thema's zullen worden voorgelegd aan experts op basis van interviews. Het doel hierbij is te toetsen of de geformuleerde verwachtingen overeenkomen met de praktijk.

De theorie zal worden getoetst aan de hand van de waarnemingen uit de praktijk. Er zullen tien experts van verschillende ontwikkelende bouwbedrijven worden betrokken bij het onderzoek. Binnen de opvolgende paragrafen wordt aangegeven waarop de experts en hun bedrijven zijn geselecteerd.

Via dit explorerend onderzoek kan het onderwerp middels interviews breed worden benaderd en vindt tevens diepgang plaats. De resultaten zullen hiermee niet generaliseerbaar zijn, maar wel degelijk van waarde zijn vanwege het verkennende karakter van het onderzoek (Baarda, 2009).

3.1.1. Interviews

De experts zullen vragen beantwoorden vanuit het perspectief van een ontwikkelend bouwbedrijf met een middelgrote omvang zoals eerder benoemd in paragraaf 1.2. Daarbij is er gekozen voor experts met veel praktijkervaring in de rol van projectontwikkelaar, financieel directeur of directielid bij een ontwikkelend bouwbedrijf. Voor de eenduidigheid en vergelijkbaarheid van de resultaten is gekozen voor experts met de Randstad als werkgebied. Dit om specifieke lokale marktomstandigheden zo veel mogelijk uit te sluiten. Daarnaast worden er verschillende functiegroepen geïnterviewd om vanuit diverse invalshoeken de materie inzichtelijk te krijgen. Hiermee wordt getracht een zo compleet mogelijk beeld te schetsen van de diverse rollen uit de praktijk. Hiermee wordt tevens vanuit verschillende oogpunten de interpretatie van marktrisico's beschouwd.

<u>De experts zijn geselecteerd op basis van de volgende criteria:</u>

1. Werkzaam bij middelgroot ontwikkelend onafhankelijk bouwbedrijf;
2. Langjarig (minimaal 10 jaar) werkzaam in professionele, strategische managementfunctie;
3. Werkgebied, zowel actief in sterke als zwakke woningmarktregio's;
    a. Randstad en periferie, bekend met (grote) lokale woningmarkt verschillen;
4. Woningbouwontwikkeling als *core business*;
5. Ervaring met middelgrote tot grote projecten (50 tot 150 woningen).

Interviews experts middelgrote ontwikkelende bouwbedrijven

	Contactpersoon	**Functie**	**Bedrijf**	**Gem. jaaromzet**
1	Peter van Gelder	Directeur	Bouwers Van Braam Minnesma	Ca. € 25.000.000
2	Jan van Duin	Directeur	Van Rhijn Groep	Ca. € 40.000.000
3	Gijs Eskes	CFO	Thunnissen Groep	Ca. € 65.000.000
4	Michiel Vork	Sr. projectontwikkelaar	Ouwehand Bouwgroep	Ca. € 50.000.000
5	Jurgen de Reus	Directeur	UBA Bouw	Ca. € 55.000.000
6	Guido Scholtens	Algemeen directeur	Scholtens Groep	Ca. € 30.000.000
7	Sander Aalpol	Commercieel Directeur	Kalliste (Giesbers groep)	Ca. € 90.000.000
8	Herman ter Avest	Directeur	Ter Steege Groep	Ca. € 95.000.000*
9	Henk van Teeffelen	Directeur	LEBO bouw en vastgoed	Ca. € 10.000.000
10	Dick Verhoeven	Directeur**	Bramer bouw en ontwikkeling	Ca. € 45.000.000

* Jaaromzet Ter Steege divisies bouw en vastgoedontwikkeling, groepsomzet totaal ca. € 150.000.000.

** Dick Verhoeven is tevens bestuurslid bij Bouwend Nederland, vertegenwoordigt de middelgrote bouwbedrijven binnen het bestuur en is het aanspreekpunt voor regio Oost.

De experts krijgen diverse geformuleerde vragen voorgelegd. Deze zijn gerelateerd aan de wijze van projectfinanciering van de organisatie met hierbij verschillende scenario's, risico afwegingen, stellingen, hypothesen en toekomstverwachtingen die betrekking hebben op de verschillende alternatieve financieringsmodellen. Zie hiervoor bijlage 4. Op basis van de voorgelegde vragen wordt opgemaakt of de uit de theorie gevormde hypothesen ook daadwerkelijk in de praktijk gelden en overeenkomen. Daarnaast wordt er geanalyseerd of er nog aanvullende optimalisaties kunnen worden gesignaleerd.

Operationalisatie interviews:

De operationalisatie van de interviews geeft de structuur weer: deze bestaat uit zowel open als gesloten vragen. Ook wordt er een aantal *topics* verkend, zie hiervoor bijlage 3. Het eerste deel van de interviews bestaat uit open vragen en het slotdeel omvat een aantal gesloten vragen. Hiermee zijn de interviews semi gestructureerd vormgegeven. Het heeft een explorerend karakter om de onderwerpen af te tasten bij de professional uit de praktijk (Baarda, 2009).

Bij de benadering van de betrokken personen voor de interviews wordt een samenvatting van het onderwerp en de verwachtingen van de geïnterviewde uiteen gezet. Daarnaast wordt de voorlopige *topiclist* vooraf verstrekt, zodat de expert(s) zich vooraf kan (kunnen) voorbereiden op het interview. De *topiclist* komt voort uit de theorie- en (gedeeltelijke) praktijkstudie met de eerste verkennende alternatieven en onderwerpen. De rode draad van de *topiclist* zijn hoofdthema's uit de eerdere hoofdstukken.

Na het inleidende deel van het interview wordt onder punt 3 en 4 dieper ingegaan op de toepassing van alternatieven financieringsmethoden. Hierbij wordt eerst bij de expert(s) afgetast of deze bekend zijn met alternatieve financieringsvormen in het algemeen. Vervolgens worden de in het onderzoek reeds aan bod gekomen alternatieven aan de experts voorgelegd. Hierbij gaat het om de vraag of zij wel of niet mee bekend zijn met die alternatieven om vervolgens door te vragen wanneer het alternatief bekend is.

Het laatste gedeelte van de het interview bestaat uit een vooraf gestructureerd deel. Hierbij staat de beantwoording op de geformuleerde hypothesen centraal. Dit zijn gerichte vragen, die vervolgens ingaan op de (mogelijke) eigen ervaringen van de expert met het onderdeel of alternatief. De

ervaringen kunnen worden aangevuld met praktijkvoorbeelden. Vervolgens zal de expert worden gevraagd naar alternatieven die mogelijk nog niet bij de onderzoeker bekend zijn, maar die wel in de praktijk worden toegepast. Deze kunnen mogelijk ook kansrijk zijn en in de toekomst verder worden onderzocht. Tot slot zal de experts worden gevraagd hoe hun algemene visie is op de toekomst in relatie tot de markt voor alternatieve financieringsmethoden voor woningbouwprojecten. Daarnaast wordt er aan de experts gevraagd of er nog alternatieven binnen het onderzoek ontbreken die mogelijk ook van toegevoegde waarde kunnen zijn.

De interviews worden opgenomen waarna de resultaten worden uitgewerkt en vervolgens geanalyseerd. Voor het opnemen van de interviews zal vooraf toestemming door de onderzoeker worden gevraagd. Het betreffen persoonlijke *face to face* gesprekken, die gemiddeld een tijdsduur hebben van 60 tot 90 minuten (Baarda, 2009).

4. Resultaten

Er is voldoende respons gekomen op de verzonden uitnodigingen. De benaderde experts voldoen (nagenoeg allemaal) aan de geformuleerde criteria. De scoring op de criteria per expert is bijgevoegd onder bijlage 4. Alle experts zijn momenteel werkzaam bij een middelgrote ontwikkelende bouwer, hebben woningbouwontwikkeling als *core business,* hebben tenminste 10 jaar werkervaring in een managementfunctie binnen het vakgebied en zijn niet financieel gelieerd aan grote(re) moedermaatschappijen. De ontwikkelende bouwbedrijven waar de experts in dienst zijn komen uit de provincies: Noord-Holland, Zuid-Holland, Utrecht en Gelderland. Dit is tevens het voornaamste werkgebied van de respondenten. Hierdoor zijn de resultaten onderling vergelijkbaar en (hoewel op exploratieve wijze) representatief voor deze regio's.

4.1 Analyse onderzoeksresultaten interviews

Binnen deze paragraaf worden de resultaten van de gehouden interviews behandeld. Er is gestart met een aantal algemene vragen over de expert en het bedrijf, om vervolgens meer de diepte in te gaan naar de specifieke alternatieven, gevolgd een open slotvraag.
Aan de experts is bij aanvang van het interview gevraagd de antwoorden te geven vanuit het oogpunt van de projectontwikkelaar. Vanuit dit perspectief zijn de alternatieven uit de theorie ook getoetst.

4.1.1. Achtergrond bedrijven

Financiering bedrijven:
Deze vraag is opgesplitst in twee momenten, de financieringsratio's voor de crisis tegenover de huidige ratio's. De eerste reacties van alle experts zijn unaniem, er is veel gewijzigd ten opzichte van de jaren voor de crisis. Er zijn op dit punt echter ook verschillen geconstateerd: er is een duidelijk verschil te duiden tussen (jongere) bouwende ontwikkelaars en de 3^{e} tot 4^{e} generatie familiebedrijven die zich ook onder de respondenten bevinden. De traditionele familiebedrijven zijn van oudsher minder zwaar gefinancierd dan de jongere bedrijven die middels *management buy-outs* of aandelen overdrachten in de jaren zijn gewisseld van aandeelhouders. Hiervoor is extern kapitaal nodig geweest. Zes van de tien respondenten geeft aan voor de crisis op een LTV te hebben gezeten van ten minste 60%, waarbij er uitschieters zijn tot zelfs boven de 90%. Het gaat hierbij om bancaire financiering. Vier van de tien geeft aan nooit boven een LTV van 50% te hebben gezeten, waarbij drie van de tien respondenten momenteel niet extern gefinancierd zijn tot minder dan 10%. Dit betreffen familiebedrijven. De overige zeven respondenten hebben momenteel een LTV van 30-50%. Daarbij geven alle respondenten unaniem aan dat financiering vanuit de bancaire sector in de periode voor de crisis sterk werd gestimuleerd. Daarnaast waren de tarieven gunstig en werd er maar beperkt om zekerheden gevraagd. Zes van de respondenten geven aan dat de laatste jaren het tegendeel waarheid was, er werden continu meer zekerheden gevraagd en de tarieven gingen omhoog.

Financieringsmethoden:
Respondenten geven unaniem aan dat liquiditeit in de huidige markt de hoogste prioriteit heeft. Vastgoed en gronden zijn zeer kapitaalintensief en leggen substantieel beslag op de liquiditeitspositie van het bedrijf. Dit komt bij allen direct als eerste op. De bereidheid van banken om nieuwe projecten te financieren wordt door de respondenten als zeer beperkt ervaren. Daarnaast worden de administratieve *overkill*, zekerheden en rapportages die banken vragen gezien als een last. Alle respondenten geven aan nieuwe projecten voor het grootste deel te financieren vanuit het eigen vermogen.

Daarnaast komen de eerste (financierings)alternatieven naar voren. Het *matchen* van in- en verkoop van gronden wordt als eerste benoemd. Hierbij komt de grondeigenaar in de zin van zowel particulier, als gemeente bij alle experts naar voren als alternatief voor de financiering van gronden voor een project. Vervolgens geven acht van de tien respondenten aan voor een deel nog wel gebruik

te maken van bancaire financiering, doorlopend op bedrijfsmatige schaal wat tevens (kan) worden aangewend voor projecten.

Tot slot komt een voor de onderzoeker onbekend en nieuw, interessant alternatief naar voren. Alle respondenten geven aan ten tijde van de crisis gebruik te hebben gemaakt van particuliere financiers, of deze *stand-by* te hebben staan indien nodig. Deze particuliere financiers lopen uiteen van grotere, vermogende Nederlandse *family offices* tot kleine lokale vermogenden particulieren. In verband met vertrouwelijkheid van deze financiers worden er geen namen en hoogte van de exacte omvang genoemd. Respondenten geven echter aan dat dit om substantiële bedragen gaat, waarbij volledige grondposities en projecten door deze partijen worden gefinancierd. Daarnaast stellen de respondenten als voordeel dat de lijnen korter zijn en het gevoel en het commitment bij deze partijen beter en hoger liggen. De tarieven voor deze lenigen kunnen daarentegen wel hoger zijn, er worden rentes genoemd die variëren van 4 tot 10% op jaarbasis. Eén enkele respondent benoemd zelfs tarieven voor krediet van boven de 10% (voor zeer korte periode) in tijden van ernstig liquiditeitstekort.

Financieringsproblemen bedrijven:

Zeven van de tien respondenten stellen problemen gehad te hebben op het gebied van financiering. Drie experts, werkzaam bij familiebedrijven, geven aan op dit onderdeel geen problemen te hebben ondervonden, zij financieren nagenoeg alles uit eigen middelen. Deze eigen middelen zijn wel enigszins geslonken ten tijde van de crisis.

De zeven experts die financieringsproblemen hebben ondervonden benoemen knelpunten als: vervroegd en versneld moeten aflossen op leningen, terugschroeven van borgstellingen van kredietverzekeraars, een veel grotere vraag naar zekerheden vanuit banken, teruglopen van (bank)garantiefaciliteiten, onverkochte woningen, reeds aangekochte grondposities die niet liquide zijn waren blok aan het been en het algemene gebrek aan liquiditeit door stokkende verkopen.

De experts bij de bedrijven met volledig eigen vermogen herkenden deze problematiek niet direct, maar kunnen zich hierbij zeker een voorstelling maken. Zij hebben wel last gehad van de malaise op de Nederlandse woningmarkt.

Omzet en winstaanpassing:

Experts waren eenduidig betreffende hun mening over dit *topic.* Zij geven allen aan dat de omzet en winst niet op een gelijk niveau zijn gebleven als voor de crisis. Twee van de tien respondenten geven wel aan de winst redelijk te hebben kunnen handhaven bij een teruglopende omzet. De oorzaak die alle experts benoemen voor de teruglopende omzetten is de kredietcrisis met de hieruit voortvloeiende crisis op de Nederlandse woningmarkt. De woningmarkt is in de periode van 2010 tot 2013 ernstig stil gevallen, waarbij woningverkopen van nieuwbouw sterk terugliepen en grondposities (moeilijker) tot ontwikkeling kwamen. Hierdoor ontstonden bij de zwaarder gefinancierde partijen liquiditeitsproblemen. Acht van de tien experts benoemen de gebrekkige hypotheekverstrekking aan kandidaat kopers in deze periode als een van de oorzaken hiervan. Daarnaast geven de experts aan dat kandidaat-kopers nog een eigen woning te verkopen hadden als voorwaarde om over te gaan tot koop van een nieuwbouwwoning; er was geen doorstroming.

Vervolgens geven vijf van de tien respondenten aan dat banken meer zekerheden voor de financiering op grondposities zijn gaan vragen plus versnelde aflossingen op de leningen. Hierdoor stroomde de (nog) aanwezig *cashflow* en liquiditeit door naar de banken en naar het ophogen van het eigen vermogen.

Innovatieve financieringsconstructies:

Op dit onderdeel lopen de antwoorden en meningen van de experts sterk uiteen. Dit heeft mede te maken met de positie en achtergrond van de experts in relatie tot de achtergrond van de bedrijven. Er zijn vooral verbanden te duiden tussen nut en noodzaak bij de bedrijven. Drie van de tien respondenten geven aan geen enkele noodzaak te zien in de toepassing van alternatieve of innovatieve financieringsconstructies. Zij financieren al decennia lang op de zelfde manier met

nagenoeg volledig eigen vermogen financiering. Zij hadden hierdoor dan ook geen noodzaak om te zoeken naar alternatieve financieringen en zijn hiermee dan ook niet in aanraking gekomen.

De overige zeven experts zien het nut zeker, mede omdat de noodzaak er was om daadwerkelijk te innoveren op het gebied van financiering, al dan niet gedwongen door banken of opdrachtgevers. Er zijn er grote verschillen in de toepassing van alternatieven, deze zijn zeer divers en wisselen per partij.

Een aantal alternatieven komen echter structureel naar voren: het afnamemoment van gronden voor een ontwikkeling (voorkeur zo laat mogelijk) in overleg met gemeente of particulier, de toepassing van de koopgarantregeling en inkoopgarantie voor de huidige woning. Dit komt overeen met de hypothese van de onderzoeker.

Daarnaast benoemen een aantal experts individueel nog een aantal alternatieven als: tijdelijk eigen woningbeleggingsfonds, uitgestelde betalingsregeling(en), automatisering in relatie tot beter bedienen van consument en klantvraag (diverse wisselende concepten) en het toetreden van particuliere financiers.

Werking innovatieve financieringsconstructies:

De experts geven allen aan de omzet niet op peil te hebben kunnen houden, de reeds toegepaste innovatieve financieringsconstructies waren hiervoor niet voldoende toereikend. Zeven van de tien respondenten geeft daarbij wel aan dat de constructies de continuïteit en in een enkel geval de winst hebben kunnen veilig stellen. Daarnaast hebben acht van de tien experts te maken gehad met reorganisaties om concurrentie- om toekomstbestendig te kunnen blijven. Dit heeft een aantal jaren kapitaal gekost. Daarbij kan door de lange termijn kosten te drukken de solvabiliteit van de onderneming(en) worden verbeterd. Toch bleef de liquiditeitspositie van zeven van de tien respondenten fragiel. Continue alertheid op liquiditeitpositie wordt hiermee herhaaldelijk door de experts benoemd.

Vier van de tien respondenten geven aan baat te hebben gehad bij de reeds aanwezige kasstroom uit verhuurd onroerend goed, die voor enige stabiliteit en zekerheid kon zorgen. Hierbij wordt aangegeven dat bancair krediet met name (alleen) voor dit deel van de activiteit nieuw werd verstrekt of verlengd. Dit wordt als minder volatiel en risicovol gezien.

4.1.2. Ervaring financiering woningbouwontwikkeling(en)

Problematiek financiering nieuwe projecten:

Zeven van de tien experts geven aan moeite te hebben gehad om nieuwe projecten te financieren. Hierbij wordt vervolgens aangegeven door vijf respondenten dat er bewust is gekozen om acquisitie van nieuwe projecten *on hold* te zetten. Er waren simpelweg onvoldoende middelen beschikbaar en daarnaast substantiële problemen met reeds aanwezige (grond) posities die eerst dienden te worden verkleind.

De grootste problemen die zeven van de tien respondenten aangeven waren: het gebrek aan liquide middelen, onvoldoende (bank) garantiefaciliteit beschikbaar voor nieuwe activiteiten, veel *cash* dat op slot zat in grondposities, veranderende regelgeving voor banken (dit leidde tot minder bereidheid en hogere tarieven voor kredietverstrekking) en gebrek aan flexibiliteit binnen de huidige (bestemmingsplan) capaciteit. Hierbij wordt benadrukt dat vanwege de relatief lange (procedurele) trajecten binnen de projectontwikkeling, plannen onvoldoende konden worden bijgesteld op het heersende sentiment. Er ontstond als het ware in korte tijd een *mismatch* tussen de vraag en het aanbod.

Wijziging financieringsmethoden:

De meningen van de experts liepen op dit onderdeel uiteen. Drie van tien respondenten geven aan geen wijziging van financieringsmethoden te hebben aangebracht. Deze experts maken volledig gebruik van eigen middelen en hebben dit niet aangepast aan het marktsentiment. Er is echter wel

een deel van het eigen vermogen verloren gegaan in kortingen op nieuwbouwwoningen, reorganisatiekosten, afwaarderingen op in bezit zijnde grondposities.

Zeven van de tien respondenten duiden daarentegen wel een wijziging van financieringsmethoden, ingegeven door de eerder besproken problematiek. De noodzaak op zoek te gaan naar alternatieve financieringsmethoden was hierbij nadrukkelijk aanwezig. De nieuwe alternatieven die de experts hierbij benoemen zijn: alternatieve afspraken met grondeigenaren (geen directe, platte aankopen meer), toepassing van meer flexibiliteit en faseerbaarheid binnen plannen, spelen met betalingsritmes van comakers of partners en de opkomst van particuliere of privé financiers.

Wegvallen financiers:

Acht van de tien experts geven hierbij direct aan dat het te ver gaat om te stellen dat er financieringsmethoden echt verdwenen of weggevallen zijn. Wel benadrukken acht respondenten dat bancaire kredietverstrekking meer naar de achtergrond is verplaatst. Twee respondenten geven aan dit niet te herkennen, mede omdat zij geen gebruik maken van externe financiers.

Zes van de acht respondenten die aangeven dat het bancaire krediet is geslonken, benoemen grofweg een halvering van de bancaire kredietvertrekking. Zij benadrukken hierbij direct, dat dit de solvabiliteit van de onderneming ten goede is gekomen. De balansen zijn sterk verbeterd. Deze respondenten benoemen hierbij een huidige solvabiliteit van 50-60%. Naast afzwakking van bancair krediet, wordt door vijf respondenten de beperking van garanties van kredietverzekeraars aangeduid.

Vervolgens benoemen acht experts dat er de laatste jaren veel meer zekerheden worden gevraagd door banken dan in de periode voor de crisis. Daarnaast wordt aangegeven dat de zekerheden (bijvoorbeeld door middel van hypotheken) meer 1 op 1 worden *gematcht* met de verstrekte kredieten aan de onderneming. In het verleden was dit niet het geval en ging het om doorlopende bedrijfsbrede en overkoepelende leningen. Daarbij wordt er door drie respondenten gesproken over aanpassing van tarieven op leningen en verhoogde tarieven. Naast deze kosten, stellen vijf respondenten dat de toegenomen tijdsinspanning voor (het in stand houden) van bancair krediet sterk is toegenomen ten opzichte van de periode van voor de crisis.

Nieuwe financieringsmethoden:

Negen van de tien experts geven direct aan in aanraking te zijn gekomen met nieuwe financieringsmethoden. 1 expert geeft aan geen nieuwe methoden te hebben toegepast, er waren in deze onderneming ruim voldoende eigen middelen aanwezig.

De methoden die de experts benoemen wisselen sterk maar er is één nieuwe methode die door negen van de tien respondenten wordt benoemd: de opkomst van private financiering door (vermogende) particulieren. Als eerder beschreven komt dit alternatief in de theorie niet op deze wijze en schaal naar voren en dit is voor de onderzoeker dan ook onbekend en nieuw. Hierbij wordt gesproken over private financiering op projectbasis of puur doorlopende financiering voor de algemene bedrijfsdoeleinden (projectoverschrijdend). Vervolgens wordt er ook door zes respondenten aangegeven dat private financiers tevens bereid zijn risicodragend te willen participeren in projecten of gebiedsontwikkelingen. Dit varieert per partij en hangt af van de omvang. In verband met vertrouwelijkheid worden er door de experts geen namen genoemd. Echter geven de experts aan dat het hier in sommige gevallen gaat om bekende, vermogende Nederlandse families of grote *family offices*. Over de kosten van private financiering zijn de experts wisselend. De gemiddelde bandbreedte ligt hoger dan bancair, met meer zekerheden voor de geldgever. De leningtarieven wisselen van rentes van 4% tot boven de 10% afhankelijk van het risico en stadium van een ontwikkeling. Daarbij komt dat zes experts private financiering ervaren als gemakkelijker, sneller en met meer *commitment*. 2 respondenten benoemen het alternatief als ouderwets ‘fijn zaken doen’ met een betrokken partij.

De andere nieuwe financieringsmethoden die de respondenten benoemen zijn herkenbaar voor de onderzoeker. Acht experts benoemen de grondeigenaar als (mede) financier voor projecten. Vervolgens wordt de opkomst van beleggers als financiers voor projectontwikkeling door zes

respondenten geduid. Twee respondenten zien voor zichzelf mogelijk (gedeeltelijk) in de toekomst meer een rol als gedelegeerd ontwikkelaar zodat de financiering niet op de schouders van de ontwikkelaar rust. Daarnaast benoemt één expert de uitgestelde betalingsregeling voor kopers en hiermee zichzelf als (mede) financier voor de te verkopen nieuwbouw woningen. Dit wordt vervolgens weer gefinancierd vanuit het betreffende projectrendement.

4.1.3. Ervaring alternatieve financieringsmethoden

	Alternatieven	**Bekend bij expert**	**Ervaring**
	Theorie		
1	Inbreng eigen vermogen van marktpartijen keten	Ja: 5x Nee: 5x	Positief: 4x Negatief: 1x Onbekend: 5x
2	Eigen vermogen van grondeigenaar particulier	Ja: 10x	Positief: 10x
3	Eigen vermogen van grondeigenaar gemeente/overheid	Ja: 10x	Positief: 10x
4	Eigen vermogen van energiemaatschappijen	Ja: 5x Nee: 5x	Negatief: 5x Onbekend: 5x
5	*Forward-funding* vanuit belegger	Ja: 10x	Positief: 8x Wisselend: 2x
6	*Forward-funding* vanuit particuliere koper(s)	Ja: 10x	Positief: 10x
7	*Crowdfunding*	Ja: 6x Nee: 4x	Negatief: 6x Onbekend: 4x
8	Participatiemaatschappijen of verschaffers van *private equity*-financiering	Ja: 10x	Positief: 1x Wisselend: 7x Negatief: 2x
9	Grond uitgifte middels erfpacht	Ja: 5x Nee: 5x	Negatief: 5x Onbekend: 5x
	Praktijk		
10	Uitgestelde betalingsregeling	Ja: 4x Nee: 6x	Positief: 3x Negatief: 1x Onbekend: 6x
11	Terugkoopgarantie, Koopgarant regeling	Ja: 8x Nee: 2x	Positief: 6x Wisselend: 2x Onbekend: 2x
12	Terugkoopregeling bouwgrond, grond optie	Ja: 6x Nee: 4x	Positief: 4x Wisselend: 2x Onbekend: 4x
13	Inkoop grond van ontwikkelaars gemeente omzetten naar erfpacht	Ja: 2x Nee: 8x	Wisselend: 2x Onbekend: 8x
14	Woningfonds/eigen verhuur van (onverkochte) woningen	Ja: 5x Nee: 5x	Positief: 2x Wisselend: 3x Onbekend: 5x

Er zijn 14 alternatieven financieringsmethoden aan de experts voorgelegd. Daaronder komen negen uit de theorie en vijf uit de praktijk die als eerder aangegeven tot dusver bekend waren bij de onderzoeker. Hier worden kort de belangrijkste resultaten uitgelicht.

Uit het overzicht blijkt dat qua bekendheid een aantal alternatieven uit de theorie bij de experts een wisselend beeld geeft. Alternatieven, zoals f*orward-funding* en de (liquiditeit-)inbreng van de grond eigenaar uit de theorie zijn bij alle experts bekend. De overige alternatieven zijn bij een wisselend gedeelte van de experts bekend.

Wat betreft ervaring met de alternatieven blijkt dat de experts allen positief zijn over f*orward-funding* en de (liquiditeit-)inbreng van de grondeigenaar.
Dit komt overeen met de uitkomsten van het literatuuronderzoek.

De alternatieven c*rowdfunding* en constructies gerelateerd aan gronduitgifte middels erfpacht worden grotendeels aangeduid als negatief of volledig onbekend bij de experts. Dit strookt met de uitkomsten uit het literatuuronderzoek, deze alternatieven worden beide als complex gezien. De overige theorie alternatieven wisselen (sterk) per expert of zijn onbekend en kunnen daarom niet eenduidig worden bestempeld als positief of negatief.
Wat betreft de praktijkalternatieven scoort de terugkoopgarantie in combinatie met de koopgarant regeling goed onder de experts (bekend bij acht van de tien experts). Het alternatief van de inkoop van grond van ontwikkelaars welke vervolgens om wordt gezet naar erfpacht is beduidend minder bekend bij de experts en wordt, door experts welke dit wel kennen, niet als meerwaarde gezien.

De overige praktijkalternatieven laten een wisselend beeld zien, daarnaast blijft de bekendheid van de praktijkalternatieven onder de experts (nog) achter ten opzichte van de alternatieven uit de theorie. Bij toelichting door de onderzoeker over de grondoptie/terugkoopregeling van de bouwgrond door gemeente, geeft het merendeel van de experts aan dit als interessante *escape* clausule te zien in tijden van laagconjunctuur.

4.1.4. Nieuwe, kansrijke alternatieve financieringsmethoden

Als slotvraag van het interview is de experts gevraagd of zij nog bekend zijn met (andere) voor de onderzoeker nieuwe, nog onbekende alternatieven bekend zijn. Hieruit zijn nog de volgende, nieuwe alternatieven uit naar voren gekomen:

1. Private financiering; (lokale) vermogende particulieren, *family offices.*
   Dit aanvullende alternatief is door alle respondenten, ieder afzonderlijk, aangedragen.
2. Lokale particuliere beleggers die (onverkochte) nieuwbouwwoningen afnemen.
   Dit aanvullende alternatief is door twee experts afzonderlijk aangedragen.
3. Bancaire financiering door Duitse bank(en).
   Dit aanvullende alternatief is door één expert aangegeven.

Binnen paragraaf 5.1.1. is het voor de onderzoeker nieuwe alternatief private financiering reeds behandeld. Dit kwam tevens significant naar voren bij alle interviews.

De opkomst van lokale particuliere beleggers die (onverkochte) nieuwbouwwoningen afnemen is eerder nog onbehandeld gebleven. De twee experts die hiermee bekend zijn, zien hierbij grote voordelen. Zo stellen beide experts dat er met dit type beleggers sneller geschakeld kan worden in transacties als institutionele partijen of grotere beleggers. Daarnaast geven zij aan dat er zowel meer lokale als maatschappelijke betrokkenheid is bij lokale (kleine) beleggers. Echter wordt als kanttekening gemaakt dat deze beleggers alleen lokaal handelen (binnen een beperkt marktgebied). Het kan hiermee betekenen dat dit alternatief niet in alle situaties uitkomst biedt, als het betreffende nieuwbouwproject niet in de (beperkte) regio van de belegger gelegen is.

Bancaire financiering door Duitse banken wordt door één expert aangegeven. Dit betreft een respondent die van alle respondenten geografisch het verst in Oost-Nederland gevestigd is. Bij doorvragen van de onderzoeker of dit mee speelt voor de Duitse bank wordt bevestigend geantwoord. Het betreft hier één Duitse spaarbank met een voorzichtig, laag risicoprofiel. De bank is met name bereid belegd onroerend goed te financieren of bestemde grondposities voor woningbouw. Daarnaast wordt door de expert aangegeven dat de tarieven van de Duitse banken niet veel verschillen van de Nederlandse banken. Echter wordt wel aangegeven dat Duitse banken bereid zijn te financieren met een hogere LTV dan Nederlandse banken. Hierbij moet gedacht worden aan een ratio van maximaal 60-70%.

4.2 Toetsing hypothesen

Vanuit de theorie zijn een drietal hypothesen geformuleerd (paragraaf 3.2) welke zijn getoetst na het interviewen van experts uit de praktijk. Op deze wijze is beoogd op exploratieve wijze de hypothesen aan te nemen dan wel te verwerpen.

De geformuleerde hypothesen:

1. De traditionele financieringsmethoden zijn ontoereikend bij veranderende marktomstandigheden (ten tijde van crisis) om projecten succesvol doorgang te laten vinden.

Ontoereikendheid traditionele financieringsmethoden:
Met de experts is gesproken over de marktomstandigheden bij intreding van de crisis tot de huidige periode. In alle gesprekken wordt duidelijk dat geen van de experts de ingrijpende (markt-) veranderingen van deze aard had zien aankomen. Er wordt door de experts unaniem aangegeven dat de traditionele methoden de afgelopen jaren ontoereikend waren om de bedrijfsvoering succesvol doorgang te laten vinden.

Twee respondenten herkennen de gewijzigde marktomstandigheden en wijziging van financieringsmethoden, maar geven te kennen hier zelf geen verandering aan te hebben gegeven. De noodzaak was er bij deze bedrijven simpel weg niet. Zij benadrukken hierbij dat het sterk afhankelijk is van hoe (sterk) het bedrijf gefinancierd is. Bij deze bedrijven was dit nihil. Twee respondenten zijn het daarom gedeeltelijk eens met de stelling.

Acht respondenten geven echter resoluut aan dat traditionele financieringsmethoden ontoereikend waren ten tijde van veranderende marktomstandigheden. Zij benoemen termen als: volledige mentaliteitsverandering in de markt, van stimulering naar ontmoediging en een toenemende vraag naar rapportages, onderpanden, taxaties, zekerheden en *due dilligence.* Twee van deze acht respondenten geeft aan dat dit achteraf gezien heeft geholpen om de markt (partijen) gezonder te maken. Twee andere experts geven aan het achteraf ervaren te hebben alsof zij volledig in de steek gelaten zijn door de financiers. Zij stonden er alleen voor zonder verder *commitment*.

Hypothese 1 wordt aangenomen
Geconcludeerd kan worden dat alle experts de hypothese als juist ervaren en aannemen. Het overgrote gedeelte heeft hiermee zelf ervaring en een klein gedeelte heeft dat niet, maar herkent de problematiek wel degelijk vanuit de markt.

2. Van de alternatieven uit de theorie zijn *forward-funding* en liquiditeitsinbreng van grondeigenaar de meest kansrijke alternatieve financieringsmethoden.

1. *Forward-funding*

Een gedeelte van de experts bevestigt de hypothese dat *forward-funding* één van de meest kansrijke alternatieven zou zijn. In het onderzoek en de eerdere individueel behandelde alternatieven wordt gesproken over enerzijds *forward-funding* door particuliere (nieuwbouw) woningkopers en anderzijds door beleggers.

Vijf van de tien respondenten geven aan dat *forward-funding* door particuliere kopers eigenlijk niet echt kan worden gezien als financieringstool. Deze loopt echter wel gelijk met de kosten maar helpt niet mee aan de voorzijde voor de grond- en planfinanciering. Ook het (mogelijk) onverkochte deel nieuwe woningen kan in dit geval niet worden afgedekt, er zijn immers geen kopers om de *funding* te verstrekken.

Bij *forward-funding* door beleggers ligt dit anders. Alle respondenten geven te kennen dat hierbij daadwerkelijk een financieringstool van toepassing is. In dit geval stellen zeven experts dat beleggers in de huidige markt bereid zijn ook de eerder benoemde grond- en planfinanciering op zich te nemen. Daarnaast is er in dit geval geen sprake van verkooprisico wanneer de belegger bij oplevering het volledige project toevoegt aan haar vastgoedportefeuille. Hierbij geven vijf van de tien experts aan dat de opbrengsten bij verkoop aan een belegger lager uit vallen dan door middel van verkoop aan particuliere kopers. Interessant hierbij is dat vervolgens twee van de tien experts aangeven vanwege de historisch lage rente de opbrengsten van verkoop aan beleggers steeds verder naar elkaar toe trekken. Dit is afhankelijk van het markgebied en het type belegger. Resumerend kan gesteld worden dat *forward-funding* door belegger wordt aangenomen en *forward-funding* door particuliere kopers deels wordt verworpen.

2. Liquiditeitsinbreng van grondeigenaar

Experts zijn volledig eensgezind betreffende dit alternatief. Liquiditeit wordt gezien als één van de belangrijkste onderdelen van de bedrijfsvoering van ontwikkelende bouwbedrijven. De grondcomponent van een project is zeer kapitaalintensief en bevindt zich voorin de ontwikkelketen. Wanneer hier onjuist mee wordt omgesprongen geeft dit substantieel liquiditeitsbeslag gedurende een (te) lange periode. De oplossing om de grondeigenaar hierom langer mee de keten in te nemen en ten tijde van het ontwikkelproces waarde voor de grondeigenaar toe te voegen is hierbij een grote plus. Daarnaast zit er, in veel gevallen, voor de grondeigenaar een (harde) aantoonbare meerwaarde in. Deze kan ook commercieel worden ingezet om de *deal* te doen. Het scheelt de ontwikkelaar immers liquiditeit of hoeft er geen ander extern kapitaal voor aan te trekken. Er kan op dat moment dus een hoger bod worden gedaan op de grond dan in het geval dat de ontwikkelaar de grond direct zou moeten aanschaffen en deze direct op de balans van de onderneming zou drukken.

Hypothese 2 wordt gedeeltelijk aangenomen

Geconcludeerd kan worden dat alle experts de hypothese *forward-funding* door beleggers aannemen. *Forward-funding* door particuliere kopers wordt niet door alle experts erkend als echte financieringstool en wordt hiermee gedeeltelijk aangenomen.

Met het alternatief liquiditeitsinbreng van de grondeigenaar heeft het overgrote gedeelte van de experts ervaring. Daarnaast geven de experts te kennen dat dit een zeer beproefd model is en nemen hiermee dit alternatief aan als zeer kansrijk.

3. Van de alternatieven uit de praktijk zijn: uitgestelde betalingsregeling en terugkoopregeling bouwgrond de meest kansrijke alternatieve financieringsmethoden.

De meningen van de experts lopen bij de alternatieven uit de praktijk uiteen. Gedeeltelijk omdat een aantal experts niet bekend is met de alternatieven. Anderzijds omdat zij de alternatieven wel kennen maar niet daadwerkelijk hebben toegepast. In tegenstelling hiermee geven de experts juist aan dat een ander alternatief uit de praktijk, namelijk de eerder beschreven private financiering, een hogere kansrijkheid heeft dan de gestelde hypothese.

Wel geven zes van de tien experts aan dat de twee gestelde alternatieven binnen de hypothese zeker meerwaarde kunnen bieden, met name op het vlak van risicoreductie van projecten. Dit speelt zowel aan de voorkant (geen gronden op de balans) als achterkant (geen woningen op de balans) van het project. Hierbij wordt door de experts aangegeven dat dit de liquiditeitspositie van de onderneming sterk bevordert.

Zoals in paragraaf 5.1.3. omschreven, blijkt het praktijkalternatief, de terugkoopgarantie in combinatie met de koopgarant regeling beter bekend te zijn onder de experts dan de vooraf geformuleerde alternatieven binnen de derde hypothese. Acht respondenten zijn hiermee bekend waaronder zes experts met positieve ervaring.

1. Uitgestelde betalingsregeling

De uitgestelde betalingsregeling kan aan de achterkant zorgen voor stimulering van verkoop en doorlooptijden van projecten wat de continuïteit bevordert. Daarnaast stellen twee experts dat er in een aantrekkende markt weer kan worden meegeprofiteerd van prijsstijgingen. Overigens maken ze als kanttekening dat er wel voldoende kapitaal beschikbaar moet zijn om de regeling te kunnen faciliteren.

2. Terugkoopregeling bouwgrond

Daarnaast kan de terugkoopregeling bouwgrond in crisistijd een broodnodige *escape* zijn om bij wijzigende marktomstandigheden van een project te kunnen afzien. Hiermee kunnen aan de voorzijde vroegtijdig risico's buiten de deur worden gehouden. Wanneer deze escape er niet is moet er worden doorontwikkeld en in sommige gevallen worden gerealiseerd wat mogelijk nog grotere (liquiditeits-) risico's met zich mee brengt.

Hypothese 3 wordt aangenomen

Wat betreft de praktijkalternatieven is er verdeeldheid onder de experts. Geconcludeerd kan worden dat zes van de tien experts stellen dat de twee gestelde alternatieven binnen de hypothese zeker meerwaarde kunnen bieden, met name op het vlak van risicoreductie van projecten. Dit speelt zowel aan de voorkant (geen gronden op de balans) als achterkant (geen woningen op de balans) van het project. Hierbij wordt door de experts aangegeven dat dit de liquiditeitspositie van de onderneming sterk bevordert.

Experts geven echter aan een ander alternatief, namelijk inkoopgarantie in combinatie met de koopgarantregeling nog meer kansrijk te vinden dan de alternatieven uit de gestelde hypothese. Hypothese 3 wordt aangenomen en aangevuld met een extra alternatief.

4.3 Deelconclusie resultaten

Welke belemmeringen en kansen zijn er voor alternatieve wijzen van financieren van nieuwbouwprojecten?

Na analyse van de expertinterviews is een beeld gevormd over de financieringsconstructies die in de praktijk worden toegepast door middelgrote ontwikkelende bouwbedrijven in Nederland. Dit schetst een beeld van de periode voor de crisis, ten tijde van de crisis en in een opgaande markt. Er blijken substantiële verschillen te zijn in de wijze van financiering in tijden van hoog- tot laagconjunctuur. Het grootste deel van de ontwikkelende bouwers zijn te allen tijde gedeeltelijk bancair gefinancierd geweest. Enkelen (allen traditionele familiebedrijven) zijn van oudsher nagenoeg volledig gefinancierd middels eigen vermogen van de aandeelhouders. Het is duidelijk geworden dat het economische klimaat, de financiële situatie van de onderneming en de strategie samen met het vertrouwen in het management sterk bepalend zijn voor financiers om krediet te verstrekken. Daarnaast speelt de (continu wijzigende) regelgeving waaraan bancaire financiers moeten voldoen een rol in de mate van bereidheid tot kredietverlening. In tijden van hoogconjunctuur werd gemakkelijk gefinancierd op de algehele financiële bedrijfsbrede ratio's, ten tijde van crisis zijn 1 op 1 onderpanden en zekerheden gewenst. Dit is hiermee een (nieuwe) voorwaarde geworden om krediet te kunnen incasseren. Dit geldt overigens niet enkel voor Nederlandse banken maar speelt eveneens in omliggende landen. De gestelde regelgeving is (grotendeels) afkomstig van Europees niveau. Aan de hand van de gepresenteerde resultaten in relatie tot wijzigende (financierings-)marktomstandigheden in de praktijk leidt dit tot de volgende conclusies :

- Alle deelgenomen bedrijven hebben te maken gehad met omzet- en winstdaling;
- In tijden van laagconjunctuur is bancaire financiering moeilijker beschikbaar;
- Bedrijfsstrategie en vertrouwen in het management worden gezien als voorwaarde voor bancaire financiering;
- De solvabiliteitspositie van ontwikkelende bouwbedrijven is sterk toegenomen, doordat er (gedwongen) meer eigen vermogen binnen projecten dient te worden ingebracht door de ontwikkelaar, dit verbetert één op één de solvabiliteit.

Na beschouwing van de toepassing van alternatieve financieringsmethoden resulteert dat in de volgende conclusies :

- De toepassing van inbreng eigen vermogen (door derden) in de vorm van de grondeigenaar wordt door alle geïnterviewde experts onderkend en als succesvol aangeduid. Het grootste voordeel dat hierbij unaniem wordt onderschreven is de beperking van liquiditeitsbeslag voor het bedrijf;
- Het gebruik van *forward-funding* is eveneens bij alle experts bekend, het merendeel geeft aan dit als succesvol te ervaren, met name op het gebied van risicoreductie.
- De alternatieven *crowdfunding,* financiering door energiemaatschappijen en alternatieven gerelateerd aan constructies met toepassing van erfpacht worden niet kansrijk geacht. Daarnaast toont de bekendheid van deze alternatieven onder de experts een negatief beeld.
- Bij de alternatieven uit de praktijk is de bekendheid onder de experts wisselend, het alternatief met de terugkoopgarantie in combinatie met Koopgarantregeling komt als enig alternatief veelvuldig naar voren als kansrijk in tijden van crisis op de woningmarkt.

Als slotresultaat is er nog zeer eenduidig één alternatief door de experts aan de lijst met alternatieven toegevoegd. De opkomst van private financiering blijkt groot. Alle respondenten signaleren onafhankelijk van elkaar de opkomst van financiering door enerzijds vermogende Nederlandse particulieren tot anderzijds grote *family offices.* Dit loopt uiteen van kleine lokale financiers tot grote landelijk bekende families.

5 Conclusie

Binnen dit hoofdstuk worden de conclusies van het onderzoek gepresenteerd. Daarnaast wordt het antwoord op de hoofdvraag weergegeven. Vervolgens worden aan de hand van de onderzoeksresultaten een aantal aanbevelingen gedaan op het gebied van alternatieve financieringsmethoden en mogelijke openingen voor vervolgonderzoek. Het onderzoek wordt afgesloten met een reflectie.

5.1 Conclusies

De centrale hoofdvraag die binnen het onderzoek centraal staat luidt als volgt:

''Hoe kunnen ontwikkelende woningbouwers in een markt van laagconjunctuur de financiering voor een nieuwbouwproject op alternatieve wijze realiseren?''

De vraagstelling is geformuleerd naar aanleiding van de gewijzigde marktomstandigheden voor zowel de financiering, ontwikkeling, als de bouwsector. Daarnaast speelt gewijzigde regelgeving voor zowel financiers als particuliere huizenkopers een rol. De gewijzigde marktomstandigheden hebben de afgelopen jaren grote gevolgen gehad voor ontwikkelende bouwbedrijven. Bij aanvang van dit onderzoek verkeerde de markt in een laagconjunctuur, de huidige tendens toont weer een opgaande lijn van herstel. Echter blijft dit marktherstel voor ontwikkelende bouwbedrijven nog fragiel en de lokale (woningmarkt-) verschillen zijn groot en lijken zelfs steeds verder toe te nemen.

Traditioneel wordt woningbouw voor het grootste deel gefinancierd door middel van vreemd vermogen, met name afkomstig van (Nederlandse) banken. Hiernaast brengt de projectontwikkelaar een (kleiner) deel eigen vermogen in. In de loop van de initiatief- en planontwikkelingsfase kan vervolgens de verkoop worden gestart, hierbij wordt van oudsher de keuze gemaakt voor verkoop aan particuliere kopers of in één verkoop aan een woningbelegger. Bij verkoop aan een belegger is direct de hele realisatiesom afgedekt. Bij particuliere kopers wordt normaliter bij 70% verkocht gestart. Echter moet 100% zijn verkocht om tevens de realisatiesom te dekken.
Vervolgens speelt het marktrisico continu een cruciale rol, zowel vanuit de kant van de ontwikkeling van de financieringsmarkt als de ontwikkeling van afzetmarkt voor verkoop van de woningen. Tevens spelen de risicomomenten een belangrijke rol voor het inschatten en afwegen van de risico's van een project. Hierbij zijn de zekerheden die moeten worden afgegeven voor een project eveneens cruciaal. Er dient een substantieel onderpand te zijn voor de financiering of voldoende eigen vermogen van de ontwikkelaar te worden ingebracht.

Voorafgaand aan het onderzoek was niet duidelijk hoelang de crisisperiode zou aanhouden. De noodzaak ontstond hierbij om verkennend op zoek te gaan naar alternatieve financieringsmethoden omdat bestaande modellen van financiering niet toereikend bleken te zijn in deze periode.

Er is een beeld geschetst hoe groot de impact in de gewijzigde context voor het werkveld van de middelgrote bouwende ontwikkelaars is geweest. Aan de hand van de beschikbare theorie zijn de tot dan toe gebruikte alternatieve financieringsmethoden in kaart gebracht. Deze zijn uiteindelijk aangevuld met een vijftal alternatieven welke nog niet in de theorie behandeld zijn maar wel al in de praktijk worden toegepast. Hieruit zijn uiteindelijk in totaal 14 alternatieven gedestilleerd. Alle alternatieven zijn eerst middels scoring op zes vooraf vastgestelde criteria getoetst.

De onderzochte alternatieven lopen uiteen van financiering en liquiditeitsbeperking van beperkte, specifieke onderdelen in de realisatieketen tot financiering van een project in zijn geheel. Het zijn gezien de diversiteit elkaar niet uitsluitende alternatieven die zich specifiek toespitsen op de financiering van onverkochte woningen. De alternatieven hebben daarentegen wel allemaal een raakvlak met de beperking van het risico voor onverkochte woningen, verlagen van de

financieringsdruk of verlagen van de liquiditeitsdruk op een project. Daarnaast hebben een aantal alternatieven ook effect op het reduceren van de (financierings-) risico's voor een woningbouwproject.

Het merendeel van de verkende alternatieve financieringsmethoden heeft een positief effect op de kosten én de liquiditeitspositie van (de ontwikkelaar in) een project. Dit is relatief logisch te verklaren, de alternatieven zijn immers gezocht vanuit problemen op het gebied van *funding* en liquiditeitstekorten bij (bouwende) ontwikkelaars. Op het gebied van risico's en complexiteit scoren de alternatieven sterk uiteenlopend. Deze laten een uitkomst zien die overwegend negatief van aard is. Daarnaast laat het opbrengsteffect geen eenduidige lijn zien, er is hier een sterk verschil per alternatief.

Binnen de alternatieven uit de theorie scoren inbreng van liquiditeit door de grondeigenaar voor zowel particulier als overheid hoog, gevolgd door de beide *forward-funding* alternatieven.
Bij de praktijkalternatieven is de terugkoopregeling bouwgrond, vergelijkbaar met een grondoptie een goed scorend alternatief. Echter is dit niet direct een alternatief voor onverkochte woningen. Vervolgens zijn de alternatieven aan experts, allen afkomstig van bouwende ontwikkelaars, voorgelegd om deze te toetsen aan de praktijk. Dit gecombineerd met de uitkomsten uit het literatuuronderzoek heeft een selectie opgeleverd van kansrijke en minder kansrijke alternatieven die in onderstaande schema's zijn weergeven. De kansrijke alternatieven zijn weergegeven op volgorde van kansrijkheid.

	Kansrijke alternatieven
1	Eigen vermogen van grondeigenaar
2	Financiering vermogende particulieren
3	*Forward-funding* belegger
4	*Forward-funding* particuliere koper(s)
5	Participatie (vermogende particulieren)
6	Terugkoopgarantie, koopgarant regeling
7	Terugkoopregeling bouwgrond
8	Woningfonds, eigen verhuur woningen

De toepassing van inbreng eigen vermogen (door derden) in de vorm van de grondeigenaar wordt door alle geïnterviewde experts onderkend en als succesvol aangeduid. Dit komt tevens uit de conclusies van het literatuuronderzoek naar voren. Het grootste voordeel dat hierbij unaniem wordt onderschreven is de beperking van liquiditeitsbeslag voor het ontwikkelbedrijf.
De opkomst van private financiering blijkt groot. Alle respondenten signaleren onafhankelijk van elkaar de opkomst van financiering door enerzijds vermogende Nederlandse particulieren tot anderzijds grote *family offices.* Dit loopt uiteen van kleine lokale financiers tot grote landelijk bekende families. Uit het literatuuronderzoek is dit signaal verbazingwekkend genoeg niet naar voren gekomen, dit kan mogelijk te maken hebben met de actuele opkomst van dit alternatief.
Het gebruik van *forward-funding* is eveneens bij alle experts bekend, het merendeel geeft aan dit als succesvol te ervaren, met name op het gebied van risicoreductie. Ook dit strookt met de conclusies van het literatuuronderzoek.
Participatie (vermogende particulieren) lijkt op de financiering door vermogende particulieren maar is wel degelijk anders. Bij participatie wordt er daadwerkelijk risicodragend mee geparticipeerd. Hier staat veelal geen rentevergoeding tegenover maar een winstdeling, of een combinatie van rentevergoeding kan ook tot de genoemde mogelijkheden behoren.
De terugkoopgarantie, koopgarantregeling wordt door de experts eveneens als positief gewaardeerd. Dit is echter alleen een *tool* in tijden van laagconjunctuur. In een opgaande markt wordt deze in de praktijk nauwelijks toegepast. De terugkoopregeling voor bouwgrond wordt geduid als een *escape tool* ter beperking van de (investerings-)risico's. Dit wordt in mindere mate gezien als een alternatief voor

de *funding gap.* Het merendeel van de experts geeft wel aan dat de terugkoopregeling in crisistijd grote problemen heeft voorkomen. Vandaar de notering in de lijst met kansrijke alternatieven.
Toepassing van het woningfonds is sterk afhankelijk van het beschikbare kapitaal binnen de onderneming. Wanneer de middelen (voldoende) beschikbaar zijn kan het uitkomst bieden om de afzetrisico's te beperken. De liquiditeitspositie komt het bedrijf op de korte termijn niet ten goede.

Minder kansrijke alternatieven
Eigen vermogen van energiemaatschappijen
Crowdfunding
Gronduitgifte middels erfpacht
Inkoop grond omzetten naar erfpacht
Eigen vermogen van marktpartijen keten
Private-equity financiering

De alternatieven *crowdfunding,* financiering door energiemaatschappijen en alternatieven gerelateerd aan constructies met toepassing van erfpacht worden niet kansrijk geacht. Daarnaast toont de bekendheid van deze alternatieven onder de experts een negatief beeld.
Eigen vermogen van marktpartijen (onderaannemers) in de keten wordt niet als plus gezien, de experts benadrukken een averechts effect. Uitstel van betalingen werkt de bereidheid tot dienstverlening tegen. *Private-equity* financiering wordt voor bouwende ontwikkelaars niet gezien als oplossing, de gesignaleerde ervaringen geven een beeld van agressiviteit, hoge tarieven en gebrek aan *commitment* met de onderneming.

Zoals bovengenoemd zijn er een groot aantal alternatieven financieringswijzen onderzocht op toepasbaarheid in een markt van laagconjunctuur. Het blijkt dat hiervan een aantal alternatieven als zeer kansrijk naar voren komen; een waardevolle toevoeging aan zowel het theoretisch kader rondom het onderwerp als voor de praktijk van bouwende ontwikkelaars. Er is hiermee een antwoord gegeven op de centrale vraagstelling van het onderzoek.

5.2 Aanbevelingen

Binnen dit verkennende onderzoek is een breed scala aan alternatieve financieringsmethoden voor woningbouwontwikkelaars onderzocht. De onderzochte alternatieven zijn met name onderzocht op liquiditeitsimpact, haalbaarheid, risicoreductie en complexiteit. De aanbevelingen die hieruit voort komen zijn de volgende.

Sluit *out off the box* contracten met grondeigenaars
Uit het onderzoek is gebleken dat eigen vermogen in de vorm van de grondeigenaar zeer succesvol is. De haalbaarheid is groot, de meerwaarde voor de ontwikkelaar als grondverkoper des te groter. Wanneer de grondeigenaar langer in het proces blijft participeren kan hij een hogere opbrengst realiseren. Dit kan gerealiseerd worden omdat de ontwikkelaar op dat moment geen extern kapitaal hoeft aan te trekken. De besparing van deze kosten kan ten gunste komen van de grondeigenaar. Daarnaast is de beperking van de grondkostencomponent voor de ontwikkelaar een grote plus, dit beperkt aanzienlijk het liquiditeitsbeslag in vergelijking met een directe (platte) aankoop van de grond.

Zoek samenwerking op met (lokale) vermogende particulieren
De opkomst en bereidheid van vermogende (veelal lokale) particuliere financiers blijkt groot. Het is een feit dat alle ondervraagde experts binnen het onderzoek aangeven gebruik te maken van particuliere financiers, of de mogelijkheid er toe hebben mocht de noodzaak zich voordoen. De

tarieven kunnen hierbij hoger uitvallen maar dit weegt volgens de experts niet op tegen de voordelen in de vorm van snelheid, flexibiliteit en de betrokkenheid van de particuliere financier.

Vervolgonderzoek naar opkomst van private financiers
Uit het onderzoek is bovengenoemde private financiering naar voren gekomen. Dit blijkt een in de literatuur (voor woningbouwfinanciering) nog onbekend alternatief, maar momenteel al wel in de praktijk op grote schaal te worden toegepast. Het is hierdoor duidelijk dat dit alternatief actueel aan de orde is en nader wetenschappelijk onderzoek behoeft. Vervolgonderzoek is bijvoorbeeld mogelijk in de relatie tot bancaire financiering, wat hierbij de rol van banken kan zijn en hoe deze vorm van financiering zich verhoudt tot bancaire financiering. Daarnaast kan er een mogelijke uitstap gemaakt worden naar de achtergrond, motieven en denkwijze van private financiers. De momenteel historisch lage (spaar)rentes liggen hierbij voor de hand als hoofdoverweging. Dit is echter (nog)niet academisch onderzocht maar wel van belang vanwege de grote kansrijkheid van het alternatief.

Combineer alternatieve financieringsmethoden voor optimale liquiditeitspositie
Binnen het onderzoek zijn, als eerder benoemd, alternatieven onderzocht voor de diverse (risico-)momenten in het projectontwikkelingsproces (zie figuur 1, paragraaf 2.1.1). Hierbij kan zowel in de initiatief- als planontwikkelingsfase het liquiditeitsbeslag beperkt worden door de betrokkenheid van de eerder genoemde grondeigenaar. Aansluitend hierop kan *forward-funding* gezocht worden in de vorm van een belegger om de aansluitende kosten (mogelijk) te voorfinancieren. Wanneer dit niet aan de orde is kan de ontwikkelaar verschillende alternatieven gebruiken om de verkoop van woningen in tijden van laagconjunctuur te stimuleren. De beste alternatieven hiervoor zijn; de koopgarantregeling en de uitgestelde betalingsregeling. Een woningfonds of tijdelijke verhuur daarentegen werken ook, alleen vergen veel liquiditeit.

Mogelijke kansen voor banken om van betekenis te blijven voor bouwende ontwikkelaars
Binnen het onderzoek is duidelijk geworden dat het landschap van financiers voor woningbouwontwikkeling aan het verschuiven is. Echter benadrukt de meerderheid van de experts nog steeds gebruik te maken van bancaire financiering. Daarnaast geeft één van de tien experts aan succesvol gebruik te maken van bancaire financiering uit Duitsland. Het blijkt dus dat, hoewel traditioneel, bancaire financiering nog steeds aantrekkelijk is. Onderzocht kan mogelijk te worden hoe banken een rol kunnen behouden in deze verschuiving, met de gewijzigde regelgeving voor banken in het achterhoofd.

Onderzoek naar alternatieven voor (project) rendementsoptimalisatie
Het huidige onderzoek staat stil bij de optimalisatie van de liquiditeitspositie en risicoreductie voor (bouwende)ontwikkelaars door middel van alternatieve financieringsmethoden. Een mogelijk vervolg hierop dat binnen het huidige onderzoek minder centraal heeft gestaan is de rendementsoptimalisatie. Welke alternatieve financieringsmethoden dragen het sterkst bij aan het projectresultaat of het resultaat van de onderneming?

Onbekendheid specifieke praktijkalternatieven verder onderzoeken
Een aantal alternatieven die worden toegepast in de praktijk bleek bij een groot deel van de respondenten nog onbekend te zijn. Ook in de literatuur zijn deze alternatieven vrijwel onbeschreven. De potentie van deze alternatieven of variatie op deze alternatieven kan mogelijk nog verder worden uitgediept. De experts waarbij alternatieven onbekend bleken, kwalificeren deze al snel als niet haalbaar en ongeschikt. Dit heeft mogelijk te maken met onwetendheid.

5.3 Reflectie

Terugkijkend op het thesistraject kunnen een aantal kanttekeningen worden gemaakt. De belangrijkste is dat het vinden van geschikte experts voor de interviews een uitdagende opgave bleek. Ten eerste werden er binnen het huidige onderzoek strenge selectiecriteria gehanteerd, waardoor er slechts een selecte groep experts en bedrijven overbleef. Daarnaast werden experts gezocht op directieniveau, waardoor zij niet altijd direct benaderbaar waren of kampten met drukke agenda's. Hierdoor heeft het onderzoek op dit moment in het traject wat vertraging opgelopen.

Uiteindelijk is het gelukt om tien respondenten te vinden die voldeden aan de criteria en tevens bereid waren om mee te werken aan het onderzoek. Een kanttekening die hierbij moet worden gemaakt is dat het geringe aantal zorgt voor een verminderde generaliseerbaarheid. Wel kan gesteld worden dat de experts representatief zijn voor de onderzoeksgroep die de onderzoeker vooraf voor ogen had. Het gaat om een verkennend onderzoek, met strikte criteria is dit acceptabel.

Daarnaast dient te worden opgemerkt dat de tijdspanne van het onderzoek een momentopname betreft. Bij aanvang (en formulering van de aanleiding) van het onderzoek was de woningmarkt nog in een dal. Gedurende het onderzoek klom de woningmarkt weer uit het dal. Dit ging in een hard tempo, sneller dan vooraf werd aangenomen. Hiermee was het voor sommige onderzoeksonderdelen uitdagend om marktomstandigheden op juist wijze te duiden. Echter is uit het onderzoek naar voren gekomen dat de lokale verschillen op de woningmarkt nog altijd groot zijn. Gebieden buiten de Randstad blijven in verhouding nog achter. De onderzoeker heeft getracht een juiste balans te vinden voor de aannames ten aanzien van het (woning)marktsentiment.

Een kritische noot dient gemaakt te worden voor het beeld dat is gepresenteerd uit zowel het literatuuronderzoek als de interviews. Dit beeld is mogelijkerwijs (enigszins) gekleurd door de professionele achtergrond van de onderzoeker en de respondenten. Alle betrokkenen binnen dit onderzoek zijn (momenteel) werkzaam bij een ontwikkelende bouwer. Hoewel beoogd is zo bewust mogelijk met dit punt om te gaan, is het vrijwel niet mogelijk dit risico geheel uit te sluiten.

Wat betreft de hypothesen kan gesteld worden dat deze deels gewijzigd moesten worden tijdens het onderzoekstraject. Dit kwam deels door de eerder omschreven gewijzigde marktomstandigheden en deels door gevonden resultaten ten tijde van het onderzoek. De hypothesen dienden namelijk te worden aangevuld met nieuw opgedane kennis en alternatieven. Hoewel enigszins aangevuld waren de hypothesen goed passend en werden resultaten gevonden zoals vooraf verwacht.

Er is in het verleden al divers onderzoek verricht naar alternatieve financieringsmethoden in algemene zin. Dit onderwerp is echter voor ontwikkelende bouwbedrijven nog zeer onbekend. In deze context is het onderwerp op sommige onderdelen vanuit de projectontwikkeling belicht, waaraan meer aandacht is geschonken in het verleden. De onbekendheid van alternatieve financieringsmethoden voor bouwende ontwikkelaars blijkt uit zowel de theorie voor ontwikkelende bouwbedrijven als uit de praktijk. Een voorbeeld hiervan is dat onder de respondenten, allen bouwende ontwikkelaars, de bekendheid van alternatieve financieringsmethoden sterk wisselde. Dit gold eveneens voor de interesse en bereidheid tot toepassing van de alternatieven. Een aantal respondenten geeft aan de crisis te hebben overleefd zonder alternatieve financieringsmethoden en eveneens het gewenste resultaat te boeken. Dit reflecterende leidt tot de vraag: moet overleven in een bouwbranche in crisis de standaard zijn? Of dient er meer aandacht uit te gaan naar een zo optimaal mogelijk proces van financiering, bedrijfsvoering en beperking van het liquiditeitsbeslag? Op deze wijze kan de continuïteit en winstgevendheid mogelijk beter worden gewaarborgd.

Bovengenoemd beschouwend, zal de kloof tussen de (academische) theorie over alternatieve financieringsmethoden en de praktijk van bouwende ontwikkelaars verder verkleint dienen te worden.

Het beter met elkaar verbinden zal de kennis en strategievorming voor het management bij bouwende ontwikkelaars op het vlak van (alternatieve) financiering mogelijk sterk kunnen verbeteren.

Voor de onderzoeker persoonlijk is dit thema niet onbewust gekozen. Dit onderzoek is ontstaan vanuit eigen ervaringen uit het eigen werkveld. Het ontwikkelende bouwbedrijf Thunnissen waarbinnen ik actief ben als projectontwikkelaar heeft eveneens uitdagende tijden op het gebied van financiering achter de rug. Na ruggespraak in de markt onder bouwende ontwikkelaars van middelgrote omvang bleek dit bij legio partijen een centraal staand punt op de agenda. Daarnaast kwam het thema financieringsproblematiek binnen de branche geregeld in het nieuws, zie bijlage 6. Persoonlijk zal de onderzoeker zich binnen Thunnissen na afronding van deze scriptie verder bezig blijven houden met alternatieve financieringsvormen. Zowel voor optimalisatie van de huidige, bekende alternatieven, als voor kansen voor mogelijk nieuwe vormen van financiering.

De conclusies en aanbevelingen van het onderzoek trachten handreikingen te zijn voor verkenning van nieuwe alternatieve financieringsvormen. Als alternatief op de traditionele keuze tussen de toepassing van eigen vermogen met wel of geen bancaire financiering. Bouwende ontwikkelaars zijn zich nog niet in alle gevallen bewust van de mogelijkheden en kansen van alternatieve financiering. Zij kunnen mogelijk meer resultaat uit hun onderneming halen door toepassing van een of meerdere alternatieve financieringsmethoden. Een directe kanttekening die hierbij gemaakt kan worden is dat het resultaat niet direct de eerste drijfveer hoeft te zijn. Zo zijn er tevens alternatieven die enkel zorgen voor risicoreductie of een simpele beperking van (onnodig lang) liquiditeitsbeslag wat een ondermening meer comfort bezorgt.

Vervolgens is zoals eerder benoemd door alle respondenten de particuliere financier geduid als sterk opkomende alternatieve financieringsmethode. Dit was bij aanvang van dit onderzoek niet de verwachting, zeker niet op de schaalgrote als reeds is waargenomen. Alle tien de respondenten zien de particuliere financier als stabiele factor voor de financiering voor de toekomst. Dit verraste de onderzoeker persoonlijk. Hoewel dit niet hard te maken is uit voorliggend onderzoek heeft de opkomst van dit type financier in zeer korte tijd plaats gevonden. Mogelijk heeft dit (sterk) te maken met de historisch lage rentestand ten tijde van de laatste maanden van dit onderzoek. Dit kan mogelijk grotendeels de kapitaalvlucht van particulieren naar middelgrote ontwikkelende bouwers verklaren. Persoonlijk boeit mij deze ontwikkeling bijzonder sterk en vraag ik mij af hoe het krachtenveld van financiers er over een aantal jaar uit ziet.

Tot slot zal het raadzaam zijn om open te staan voor alternatieve wijzen van financieren om in toekomst als bouwende ontwikkelaar succesvol te kunnen blijven functioneren. Hierbij dient wel de kanttekening gemaakt te worden dat voldoende eigen vermogen voor gezonde bedrijfsvoering essentieel is. Financiering moet niet doel zijn maar een middel om de bedrijfsvoering te complementeren. Aan dit punt is in de tijd voor de crisis nogal eens voorbij gegaan, er werd in sommige gevallen (te) veel gefinancierd met vreemd vermogen.

Bibliografie

- Aalders, R., Dalen, van, P. (2015). *Herstel op de regionale woningmarkt.* Utecht: Rabobank Research | Economisch onderzoek.
- Baarda, D.B., De Goede, M.P.M., Teunissen, J. (2009). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek.* Houten: Noordhoff Uitgevers.
- Battes, P. (2015). *Bouwbedrijven hebben het moeilijk.* Amsterdam: Het Financiële Dagblad. online artikel 12 jan. 2015
- Battes, P. (2015). *Rabobank beschikt over lot noodlijdende bouwbedrijven.* Amsterdam: Het Financiële Dagblad., pag. 11, 25-03-2015.
- Berkhout, T.M., Zwart, H. (2013). *Basisboek Vastgoedfinanciering*. Amsterdam/Naarden: Nederland
- Bijlsma, M., Veldhuizen, van, S., Vogt, B. (2015). *Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief.* Den Haag: Centraal Planbureau.
- Boelhouwer, P. (2012). *Trends, discussies en hervormingen op de woningmarkt.* Delft: TU Delft.
- Boer, R., de, (2013) *Factsheet grondbeleid.* Den Haag: Vereniging van Nederlandse Gemeenten (VNG).
- Buitelaar, E., Sorel N., Verwest, F., Dongen, van, F., Bregman, A.G. (2013). *Gebiedsontwikkeling en commerciële vastgoedmarkten: een institutionele analyse van het (over)aanbod van winkels en kantoren.* Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Buur, L. (2011). *Samenwerking tussen professionele en niet-professionele partijen bij locatieontwikkeling.* Amsterdam: ASRE.
- Dijk, van, I. (2015). *Gemeente Amsterdam hervormt erfpachtstelsel.* Amsterdam: BOEKEL.
- Dubbeling, D., (2014). *2013.* Den Haag: BIM Media vakblad Bouwmarkt. nr. 54(6), pag. 5-7.
- Gool, P., van, Jager, P., Theebe, M., Weisz, R., (2013) *Onroerend goed als belegging.* Groningen: Noordhoff uitgevers.
- Gehner, E. (2008) *Knowingly taking risk: investment decision making in real estate development.* Delft: Eburon Academic Publishers
- Gerson, J.H. (2012). *Vastgoedlezing 2012, grondbeleid zonder geld.* Amsterdam: ASRE.
- Gerritsen, S., (2009). *Schrijfgids voor economen.* Bussum: Coutinho.
- Haak, M., (2014). *De veranderende ontwikkelaar, Succes door innovatie.* Delft: TU
- Have, ten, F. (2013). *Erfpacht als retro-innovatie, versnelling gemeentelijke gronduitgifte door erfpacht.* Amsterdam: Deloitte Real Estate.
- Hegeman, R., (2013). *Financiering van gebiedsontwikkeling.* Amsterdam: ASRE.
- Huibers, F. (2012). *Alternative Real Estate Finance An Investment Opportunity for Institutional Investors.* Amsterdam: ASRE.
- Huisman, R. (2007). *De rol en toegevoegde waarde van de onafhankelijk adviseur bij de financiering van projectontwikkeling.* Amsterdam: ASRE.
- Joolingen, van, P., Kersten, R.A.E.M., Hee, van, der, M. (2011). *Gebiedsontwikkeling - Valt het stil of slaan we handen ineen?* Den Haag: AKRO Consult.
- Kerste, M., Poort, J., Risseeuw, P., Rosenboom, N. (2011). *Sectorstudie vastgoedfinanciering.* Amsterdam: SEO economisch onderzoek.
- Kersten, R.A.E.M., Wolting, A., Bekke, Ter, M.G.A., Bregman, A.G., *De Reiswijzer Gebiedsontwikkeling 2011.* Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijkrelaties (BZK).
- Korevaar, J.A., (2013). *Strategisch advies voor de ontwikkelende bouwer.* Amsterdam: ASRE
- Korthals Altes, W.K., Dol, C.P., Heijden, van, der, H.M.H., Wolf, de, H.W. *Deskresearch onderzoeken naar (alternatieve) financiering woningbouw en gebiedsontwikkeling.* Delft: Onderzoeksinstituut OTB.
- Klawer, S., (2013), *Bouw je rijk! Verstandig de uitdagingen van de toekomst tegemoet.* Amsterdam Zuidoost: Graydon.
- Langerak, M., (2011), *De vermogensstructuur van vastgoedondernemingen : is de schuldratio te hoog?* Real estate research Quarterly., nr. 10, pag. 56, 57.

- Lam, W. (2010), *Funding gap, what funding gap?* Financial bootstrapping, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research (16-4), pp. 268-295.
- Lykles, A. G., (2014). *Sales risk in Dutch housing development: can real estate derivates replace the sales threshold?* Amsterdam: ASRE.
- Mackaay, R., Nozeman, E. (2014). *Projectfinanciering in crisistijd.* Amsterdam: ASRE Research center.
- Mandigers, J., (2013). *Gevolgen van afwaarderingen door blootstelling banken aan (commercieel) vastgoed.* Amsterdam: ASRE.
- Marel, van der, G. (2015). *De kosten van private equity.* New York: Het Financiële Dagblad online artikel 20 feb. 2015.
- Meulenberg, P, Ten Have, F., Eijk, R., van, (2014). *Buitenlandse beleggers als financier van nieuwbouwprojecten.* Amsterdam: Deloitte Financial Advisory Services
- Meeuwssen, R.W.B. (2013), *Alternatieve financieringsmethoden voor commercieel vastgoed vanuit de particuliere kapitaalmarkt*. Amsterdam: ASRE
- Mierlo, Y.C.M., van, (2010) *Ontwikkelaar Nieuwe Stijl, toekomstige succesvolle strategieën en businessmodellen voor ontwikkelaars.* Amsterdam: ASRE
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.* American Economic Association: The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A Correction Author(s): Franco Modigliani and Merton H. Miller.* American Economic Association: The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Nozeman, E.F., Fokkema, J., Nieman, H. Baljon, J.L., Dekkers, J.A.M., Dun, F.J.C.M., van., Duivendijk, J., van., Eldonk, J., van., Govers, J.H.M., Griendt, J.S., van, de, Horchner, C., Leyendeckers, F.M.G.M., Salemi, A., Sentel, J.J., Scherrenberg, F.B., Wijnhoven, L., Wolf, R.A., (2013) *Handboek projectontwikkeling: studenten editie.* Den Haag: BIM Media.
- Peek, G.J., Remmen Y., van, (2012) *Investeren in gebiedsontwikkeling nieuwe stijl.* Den Haag: Ministerie van Infrastructuur en Milieu.
- Rebel, J.S., (2016) *Het Microkredietlandschap in Nederland.* Utrecht: Universiteit Utrecht.
- Rietberg, J.P., (2012) *Het financieren van vastgoedontwikkelingen.* Rijssen: Technische Universiteit Eindhoven.
- Rooy, van, P. (2011) *Verdienmogelijkheden cahier gebiedsontwikkeling* Amsterdam: Stichting Nederland boven water.
- Ruijter, de, M. (2009) *Het financieren van de herstructurering van verouderde bedrijventerreinen* Amsterdam: ASRE
- Sante, M. van, (2011). *Kansen voor regionale woningbouw.* Amsterdam: ING economisch bureau.
- Veldhuizen, J., Zachariasse, K. (2014). *European Construction Monitor 2014.* Amsterdam: Deloitte Real Estate.
- Vries, P., de, (2012), *Financieren van het wonen.* Delft: Rabobank Kennis en Economisch Onderzoek.
- Vlek, P.J., (2011), *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*, *Financiële theorie en praktijkvraagstukken*. Vlaardingen: Management producties b.v.
- Vulperhorst, L. (2009). *Vastgoedlezing 2009, Blindeman of co-producent? Nieuwe marktordening in de vastgoedsector door schaarse financieringsmogelijkheden.* Amsterdam: ASRE
- Wielen, van, der, S. (2014). *Alternatieve financieringsvormen voor zorgvastgoed.* Amsterdam: ASRE
- Wilkinson, S., Reed, R., Cadman, D., (2008), *Property Development.* New York: Routledge

Geraadpleegde websites:

- http://www.bouwendnederland.nl/feiten-en-cijfers/28678/faillissementen-bouwnijverheid
- http://www.bouwendnederland.nl/feiten-en-cijfers/28661/bedrijven-in-nederland
- http://www.bouwendnederland.nl/feiten-en-cijfers/28662/bedrijven-bouwnijverheid
- http://www.bouwendnederland.nl/feiten-en-cijfers/28663/bedrijven-bouwnijverheid-naar-grootteklasse
- http://www.rvo.nl/onderwerpen/innovatiefondernemen/innovatiefinanciering/toolboxfinancieringsconstructies/garanties/voorverkooppercentage
- http://www.woningborggroep.nl/woningborg/veel-gestelde-vragen/termijnregelingen-eengezinshuizen/
- http://www.opmaat.nl/zakelijk/producten/koopgarant.html

Bijlagen

Bijlage 1 Bedrijven bouwnijverheid

Totaal bedrijven bouwnijverheid, selectie projectontwikkeling en algemene bouw.
Bron: Bouwend Nederland 2015, CBS.

Totaal bedrijven
per 1 januari Bron: CBS

	2011	2012	2013	2014	2015
411 Projectontwikkeling	3.815	3.925	3.840	3.750	3.825
412 Algemene B&U-bouw	48.640	51.015	51.445	52.210	54.805

Bedrijven bouwnijverheid met 1 werkzame persoon, selectie projectontwikkeling en algemene bouw.
Ten behoeve van correctie voor deze bedrijven.
Bron: Bouwend Nederland 2015, CBS.

Bedrijven met 1 werkzame persoon
per 1 januari Bron: CBS

	2011	2012	2013	2014	2015
411 Projectontwikkeling	3.075	3.205	3.155	3.125	3.215
412 Algemene B&U-bouw	40.320	42.665	43.700	44.895	47.560

Bedrijven bouwnijverheid naar grootteklasse, selectie projectontwikkeling en algemene bouw.
Bron: Bouwend Nederland 2015, CBS.

naar grootteklasse (werkzame personen)
per 1 januari 2015 Bron: CBS

	1	2 - 20	20 - 100	≥ 100	Totaal
41100 Projectontwikkeling	3.215	580	20	5	3.825
41200 Algemene bouw	47.560	6.610	550	85	54.805

Bijlage 2 Uitgestelde betalingsregeling

PARK BREDERODE

Leven in Bloemendaal

FINANCIERINGSREGELING DUINZICHT VILLA'S FASE 2

De verkoop van de eerste villa's in woongebied Duinzicht op Park Brederode is succesvol afgerond. Inmiddels is door Thunnissen de verkoop gestart van fase 2: luxe vrijstaande en geschakelde villa's waarbij in deze fase de uitbouw op de begane grond standaard in de basisprijs is opgenomen. Nog meer vierkante meters voor een prijs die in het huidige woningaanbod het credo 'value for money' meer dan waar maakt!
In het 1e kwartaal 2012 wordt gestart met de bouw.

Nu kopen nog aantrekkelijker door de Duinzicht financieringsregeling. Uw voordeel: 25%!

Uiteraard kunt u de woning direct aankopen door de basisprijs als koopsom VON te voldoen.

Daarnaast kunt u nu profiteren van een gunstige uitgestelde betaling van 25%. Dit betekent dat u nu bij aankoop van uw 'droomvilla' slechts 75% van de basisprijs VON hoeft te betalen. Concreet gesteld:

- Aanzienlijk lagere maandelijkse hypotheeklasten (tot wel 25%!).
- Makkelijker financiering rond te krijgen.
- Extra financiële armslag voor (eventuele) verkoop huidige eigen woning (eerder kunnen verkopen waardoor kortere periode dubbele maandlasten en overbruggingskrediet).

Hoe werkt de financieringsregeling?

- U koopt de woning met een uitgestelde betaling van 25% op de basisprijs VON. Terugbetaling is slechts verplicht voor zover de waarde bij doorverkoop van de woning hoger is dan de prijs die nu betaald wordt.
- De verkoper krijgt een aandeelrecht van 25% in de positieve waardeontwikkeling (het verschil tussen de waarde bij doorverkoop en de basisprijs).
- **Binnen 3 jaar na oplevering van uw woning heeft u de keuze om de uitgestelde betaling renteloos af te lossen, totaal of gedeeltelijk**.
  U kunt natuurlijk ook wachten met aflossen tot u uw woning gaat doorverkopen.Het percentage dat u aflost heeft consequenties voor uw percentage in de winstdeling bij verkoop.

Uw keuzemogelijkheden binnen de financieringsregeling:

1. U betaalt de totale 25% uitgestelde betaling van de oorspronkelijke koopsom (renteloos) binnen drie jaar: u behoudt 100% van de waardeontwikkeling bij verkoop van uw woning.
2. U betaalt binnen drie jaar een gedeelte van de uitgestelde betaling (renteloos) en behoudt een uitgestelde betaling (naar keuze) van 5%, 10%, 15% of 20% van de oorspronkelijke koopsom. Uw winstdeling over de positieve waardeontwikkeling bij verkoop van uw woning is dan respectievelijk 5%, 10%, 15% of 20%.
3. U betaalt 100% van de uitgestelde betaling pas terug bij doorverkoop van uw woning. Uw winstaandeel over de positieve waardeontwikkeling bij verkoop van uw woning is 75%.

Ter illustratie enkele rekenvoorbeelden:

Stel:		
Basisprijs woning koopsom VON	€	1.450.000
Uitgestelde betaling 25%	€	362.500
Uw aankoopprijs met uitgestelde betaling VON	€	1.087.500

Voorbeeld: keuzemogelijkheid 1 (uitgestelde betaling afgelost binnen drie jaar		
Uw aankoopprijs inclusief uitgestelde betaling 25%	€	1.087.500
Uw aflossing uitgestelde betaling binnen drie jaar (renteloos)	€	362.500
Uw voordeel waardeontwikkeling (bij doorverkoop)	100% voor koper	

Voorbeeld: Keuzemogelijkheid 2 (gedeeltelijke aflossing uitgestelde betaling, restant bijvoorbeeld 15%)		
Uw aankoopprijs inclusief uitgestelde betaling 25%	€	1.087.500
Uw aflossing uitgestelde betaling 10% binnen 3 jaar (resteert 15%)	€	145.000
(aflossing binnen drie jaar is renteloos)		
Stel: verkoopbedrag bij doorverkoop	€	1.650.000
- Waardeontwikkeling	€	200.000
- Uw aandeel in de waardeontwikkeling (85%)	€	170.000
Bij doorverkoop aan Thunnissen te voldoen:		
- Restant uitgestelde betaling (15%)	€	217.500
- Aandeel waardeontwikkeling (15%)	€	30.000
Resteert voor u als verkoper	€	1.402.500

Voorbeeld: Keuzemogelijkheid 3 (100% aflossing uitgestelde betaling bij doorverkoop)		
Uw aankoopprijs inclusief uitgestelde betaling 25%	€	1.087.500
Stel: verkoopbedrag bij doorverkoop	€	1.650.000
- Waardeontwikkeling	€	200.000
- Uw aandeel in de waardeontwikkeling (75%)	€	150.000
Bij doorverkoop aan Thunnissen te voldoen:		
- Uitgestelde betaling (25%)	€	362.500
- Aandeel waardeontwikkeling (25%)	€	50.000
Resteert voor u als verkoper	€	1.237.500

FISCALE ASPECTEN

De inhoud van deze financieringsregeling is afgestemd met de Kennisgroep Onroerende Zaken van de Belastingdienst. De regeling voldoet aan de eisen voor de inkomstenbelasting. Uw rente is aftrekbaar in box 1. Ook voor box 3 heeft deze regeling geen gevolgen. De uitgestelde betaling wordt overigens ook geaccepteerd voor de bijleenregeling.
Voorwaarden voor de Belastingdienst zijn: dat er een redelijke verhouding is tussen het verdelingspercentage van de waardeontwikkeling en de nabetaling; dat u als koper voor tenminste 50% belang heeft in de toekomstige waardeontwikkeling en dat wij een terugkooprecht voor de woning hebben. De laatste twee punten worden in de koopovereenkomst verwerkt.

Aan de hierboven genoemde informatie kunnen geen rechten worden ontleend. Vraag bij de makelaars naar aanvullende informatie en de voorwaarden. © Thunnissen Ontwikkeling bv, juli 2011.

Bijlage 3 Koopgarant

Een woning verkopen met korting én terugkoopgarantie!

Koopgarant kan de kloof tussen huren en kopen overbruggen. Deze koopvorm is een belangrijke stimulans voor zowel huurders als starters die overwegen om een woning te kopen. Door Koopgarant wordt een koopwoning bereikbaar voor een grote groep mensen uit lage- en middeninkomensgroepen. Koopgarant wordt in licentie verstrekt aan corporaties en ontwikkelaars. Voor kopers geldt een zelfbewoningsplicht.

Korting op marktwaarde

Kopers van een Koopgarantwoning krijgen een korting op de marktwaarde van de woning. Zowel bestaande als nieuwbouwwoningen worden met Koopgarant verkocht. De verstrekte korting varieert van 10 tot 33 procent op de marktwaarde. Het kortings-percentage is meestal vooraf door de corporatie of ontwikkelaar vastgesteld. Soms kan de koper uit meerderde percentages kiezen.

Gegarandeerde terugkoop

Als de koper de woning wil verkopen, garandeert de corporatie of ontwikkelaar de terugkoop binnen 3 maanden. In die periode stelt een onafhankelijk taxateur de marktwaarde vast. De terugkoopprijs wordt vervolgens samengesteld uit de oorspronkelijke koopprijs plus een deel van de waardeontwikkeling. Dit geldt zowel voor waardestijging als waardedaling.
Het aandeel van de waardeontwikkeling in de terugkoopprijs staat in een vaste verhouding tot de bij verkoop verleende korting. Deze verhouding past binnen regelgeving die is vastgesteld door het ministerie van BZK. Waardestijging die het gevolg is van investeringen door de koper, wordt afzonderlijk getaxeerd en voor 100% van de getaxeerde waarde in de terugkoopprijs verrekend. Na de terugkoop bepaalt de woningcorporatie of ontwikkelaar of de woning opnieuw als Koopgarantwoning wordt verkocht, in de vrije verkoop gaat of wordt verhuurd.

Erfpacht

Bij Koopgarant wordt een recht van erfpacht gevestigd. Hierdoor is de terugkoopregeling veilig gesteld bij een eventuele executieveiling. Bij de verkoop wordt het erfpachtrecht eeuwigdurend gevestigd, de canon wordt eeuwigdurend afgekocht. Na terugkoop door de corporatie of ontwikkelaar gaat het erfpachtrecht teniet door vermenging. De kopers worden op deze manier feitelijk en

economische volledig eigenaar en de erfpacht is geen enkele belemmering voor de financiering.

Financiering

Kopers van een Koopgarantwoning hebben recht op hypotheekrenteaftrek, mits Koopgarant op de juiste wijze wordt toegepast. Voorwaarde voor toepassing van de fiscale 'eigenwoning-regeling' is dat de aanbieder zich houdt aan de Koopgarantmodelbepalingen, die door de Belastingdienst zijn goedgekeurd. Op grond van een protocol met de Belastingdienst toetst OpMaat dit. Voor de financiering van een woning die met Koopgarant is gekocht kan de koper Nationale Hypotheek Garantie (NHG) krijgen.

Licentie Koopgarant

Koopgarant wordt in licentie uitgegeven door Stichting OpMaat aan ca. 150 licentiehoudende corporaties en ontwikkelaars. Sinds 2004 zijn er ruim 35.000 woningen met Koopgarant verkocht. OpMaat waarborgt de kwaliteit en de standaardisatie van de gebruikte contracten zodat bijvoorbeeld banken hypotheken verstrekken op Koopgarantwoningen.

Stichting OpMaat

Stichting OpMaat ontwikkelt oplossingen voor de woningmarkt. Naast Koopgarant bieden wij ook Koopstart en Koopcomfort aan. Hierbij zorgen wij voor het borgen van kennis en kwaliteit, het uitwisselen van kennis en ervaringen met licentiehouders en het behartigen van hun belangen.
De diensten die wij aanbieden variëren van beleidsadvisering, procesmatige begeleiding, organisatie van expertmeetings, financieel- juridische advisering tot toetsing van ingediende projecten. Op het Servicenet zijn alle relevante documenten beschikbaar voor licentiehouders. Ook verzorgen wij cursussen en incompany-trainingen.

Meer weten?

Wilt u meer weten over Koopgarant en de mogelijkheden voor uw organisatie? Kijk op onze website www.opmaat.nl of neem contact met ons op via onderstaand telefoonnummer of e-mailadres. Wij komen graag vrijblijvend bij u langs voor een presentatie over Koopgarant!

Stichting OpMaat
Postbus 2217
3800 CE Amersfoort
T: 033 – 4621223
E: info@opmaat.nl

Bijlage 4 *Topiclist* interviews

Topiclist interviews

De context

De mate waarin de ontwikkelende woningbouwer(s) in staat zijn financiële projectrisico's op zich te nemen is vandaag de dag een complexe opgave. In veel gevallen zijn de huidige marges op een nieuwbouwproject systematisch niet toereikend om de onverkochte woningen (uitgaande van 30% onverkocht) voor te financieren. In dit geval zal er extra liquiditeit of werkkapitaal in het project gestoken moeten worden om het project te kunnen financieren.

Binnen het huidige onderzoek staat het probleem van de zogenoemde *funding gap* voor onverkochte woningen binnen nieuwbouwprojecten centraal. Daarnaast worden er diverse alternatieve financieringsmethoden verkend op kansrijkheid en worden de voors en tegens hiervan aan experts uit de praktijk voorgelegd en getoetst.

Onderzoeksvraag

Hoe kunnen ontwikkelende woningbouwers in de huidige markt de financiering voor onverkochte woningen binnen een nieuwbouwproject op alternatieve wijze realiseren?

Deelvragen

1. *Op welke wijze financieren ontwikkelende woningbouwers volgens traditionele modellen een nieuwbouwproject?*
2. *Welke strategische mogelijkheden zijn er om nieuwbouwprojecten op alternatieve wijze te financieren?*
3. *Welke belemmeringen en kansen zijn er voor de alternatieve wijze van financieren van nieuwbouwprojecten?*

Topiclist

1. Achtergrond geïnterviewde

- Persoonlijk, aantal jaren ervaring, beklede functies, werkgebied(en);
- Huidige functie binnen bedrijf;
- Specialismen;

2. Achtergrond bedrijf

- Hoe is uw bedrijf gefinancierd?
- Welke methoden gebruikt uw bedrijf voor financiering van projecten?
- Hebben zich de laatste jaren financieringsproblemen voor gedaan binnen u bedrijf?
- Is de omzet en de winst op peil gebleven de afgelopen jaren?
    - Zo nee, wat was hiervan de hoofdoorzaak?
    - Zo ja, heeft uw bedrijf innovatieve financieringsconstructies toegepast?
        - Heeft dit de winst en omzet op peil gehouden?

3. Ervaring financiering woningbouwontwikkeling(en)

- Heeft u bedrijf de laatste jaren problemen gehad met financiering van nieuwe projecten?
- Zijn de financieringsmethoden van uw bedrijf de laatste jaren gewijzigd?
    - Zo ja, op welke manier is dit gewijzigd?
    - Zijn er financieringsmethoden verdwenen of weggevallen?
        - Zo ja, wat zijn hiervan de oorzaken?
    - Hebben zich nieuwe financieringsmethoden aangediend?
        - Zo ja, welke zijn dit en hoe bent u hiermee in aanraking gekomen?

4. Ervaring alternatieven financieringsmethoden

	Bekend bij expert?	**Mening/ervaring?**
Theorie alternatieven	Ja / Nee	
Inbreng eigen vermogen van marktpartijen keten	Ja / Nee	
eigen vermogen van grond eigenaar particulier	Ja / Nee	
eigen vermogen van grond eigenaar gemeente/overheid	Ja / Nee	
eigen vermogen van energie maatschappijen	Ja / Nee	
forward-funding vanuit belegger	Ja / Nee	
forward-funding vanuit particuliere koper(s)	Ja / Nee	
crowdfunding	Ja / Nee	
participatiemaatschappijen of verschaffers van *private equity*-financiering	Ja / Nee	
grond uitgifte middels erfpacht	Ja / Nee	
Praktijk alternatieven		
uitgestelde betalingsregeling	Ja / Nee	
terugkoopgarantie, Koopgarant regeling	Ja / Nee	
terugkoopregeling bouwgrond, grond optie	Ja / Nee	
inkoop grond van ontwikkelaars gemeente omzetten naar erfpacht	Ja / Nee	
woningfonds/eigen verhuur	Ja / Nee	

Opties voor doorvragen, indien alternatieve financieringsmethode bekend is:

- Hoe past u het alternatief toe?
- Sinds wanneer past u het alternatief toe?
- Wat zijn uw ervaringen met het alternatief?
    - Wat zijn volgens u de voors en tegens van het alternatief?
- Gebruikt u de alternatieve financieringsmethoden in alle ontwikkelingen?
    - Maakt u onderscheidt tussen lokale woningmarkt regio's?
- Gebruikt u het alternatief (nog) in een aantrekkende, opwaartse markt?

5. Nieuwe, nog onbekende alternatieven financieringsmethoden

- Bent u nog bekend met nieuwe, voor de onderzoeker nog onbekende alternatieven?
- Zo ja, wat houdt dit alternatief in?
    - Acht u dit alternatief kansrijk?
- Zo nee, waar zit u in de toekomst eventueel nog mogelijke kansrijke alternatieve financieringsmethoden?

Bijlage 5 Scoringscriteria geïnterviewden

De experts zijn geselecteerd op basis van de volgende criteria:

1. Werkzaam bij middelgroot ontwikkelend onafhankelijk bouwbedrijf;
2. Langjarig (minimaal 10 jaar) werkzaam in professionele, strategische managementfunctie;
3. Werkgebied, zowel actief in sterke als zwakke woningmarktregio's;
    a. Randstad en periferie, bekend met (grote) lokale woningmarkt verschillen;
4. Woningbouwontwikkeling als *core business*;
5. Ervaring met middelgrote tot grote projecten (50 tot 150 woningen).

Contactpersoon	**Functie**	**Bedrijf**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**
Peter van Gelder	Directeur	Van Braam Minnesma	X	-	X	X	X	-	X
Jan van Duijn	Directeur	Van Rhijn Groep	X	X	X	X	X	X	X
Gijs Eskes	CFO	Thunnissen Groep	X	X	X	X	X	X	X
Michiel Vork	Projectontwikkelaar	Ouwehand Bouwgroep	X	X	X	X	X	X	X
Jurgen de Reus	Directeur	UBA Bouw	X	X	X	X	X	X	X
Guido Scholtens	Algemeen directeur	Scholtens Groep	X	X	X	X	X	X	X
Sander Aalpol	Directeur	Kalliste woningbouwontwikkeling (onderdeel Giesbers groep)	X	X	X	X	X	X	X
Herman ter Avest	Directeur	Ter Steege Groep	X	-	X	X	X	X	X
Henk van Teeffelen	Directeur	LEBO bouw en vastgoed	X	-	X	-	X	X	X
Dick Verhoeven	Directeur	Bramer bouw en ontwikkeling	X	X	X	X	X	X	X

Bijlage 6 Compilatie van kranten koppen, aanleiding onderzoek

BOUWSECTOR

Rabobank beschikt over lot noodlijdende bouwbedrijven

Ballast Nedam, Aan de Stegge en Van Wijnen aan kredietinfuus

Prisco Battes
Amsterdam

Rabobank speelt een centrale rol bij de overlevingsstrijd van drie grote bouwbedrijven. De bank is de belangrijkste kredietverschaffer van zowel Ballast Nedam als Aan de Stegge en Van Wijnen. De drie bedrijven, met samen ruim 5000 werknemers, zijn bijna door hun kapitaalbuffers heen.

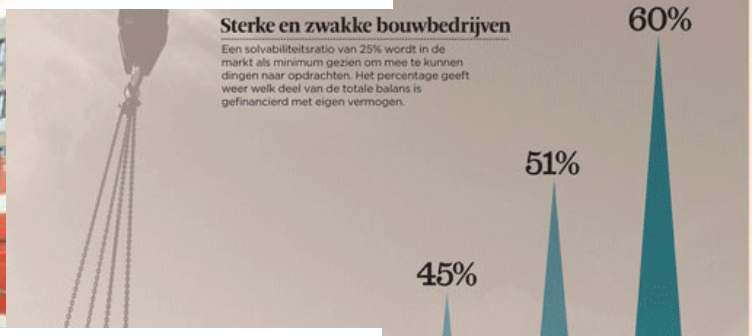
Dat blijkt uit gegevens van de Kamer van Koophandel. Rabobank wil niets zeggen over individuele klanten. 'In het algemeen geldt dat wij een bedrijf blijven ondersteunen als we vertrouwen hebben in het vooruitzicht op de lange termijn,' zegt een woordvoerder.

Ballast Nedam, Aan de Stegge en Van Wijnen hebben van alle grote bouwbedrijven de laagste kapitaalbuffers. De solvabiliteitsratio is ver onder de 20% gezakt. Dit percentage geldt als ondergrens om voor nieuwe opdrachten in aanmerking te komen. Rabobank houdt de bouwers tot nu toe over-

SEPTEMBER 2014 bouwmarkt 5

Jaarcijfers grote bouwbedrijven over 2013

Opnieuw afboeken en desinvesteren



ECONOMIE & POLITIEK

Bouwbedrijven hebben het moeilijk

Prisco Battes

maandag 12 januari 2015, 6:00Update: maandag 12 januari 2015, 8:43

vers, leveranciers en onderaannemers. Kredietverzekeraars als Nationale Borgzijn terughoudend met het verstrekken van deze garanties als de kapitaalbuffers te laag zijn. Rabobank heeft hierdoor in totaal voor naar schatting honderden miljoenen bij de bouwersuitstaan.

Door de grote belangen kan de bank het zich niet snel veroorloven een van de drie bouwers om te laten vallen. Tegelijk neemt de druk op de bank toe om de sector te saneren nu ook gezonde bedrijven door lage marges in de problemen komen.

De ogen zijn vooral gericht op het noodlijdende Ballast Nedam, dat vorige week aankondigde opnieuw verlies te lijden. Ballast Nedam staat er van alle bouwers veruit het slechtste voor. De kapitaalbuffers zijn door het nieuwe verlies bijna geslonken tot het nulpunt.

In de markt wordt ernstig rekening gehouden met een uitverkoop van de gezonde bedrijfsonderdelen. Ballast Nedam is de zesde bouwer van Nederland. Behalve Rabobank zijn ook ING en RBS bij de onderhandelingen betrokken.

Bij Van Wijnen (nummer 8) is Rabo de enige huisbank. Vorig jaar zomer ging de coöperatie akkoord met een herfinanciering nadat de

Van Wijnen, voor 43% in handen van Rabobank, bouwt in Diemen een wooncomplex met 34 appartementen.
FOTO: VAN WIJNEN

Solvabiliteitsratio's

Ballast Nedam
<10%

Van Wijnen
13%

Aan de Stegge
<8%

pagina 11, 25-03-2015 © Het Financieele Dagblad