

De waarde van beleids- en marktwaarde voor vastgoedsturing bij woningcorporaties



Imeldo Kwaak

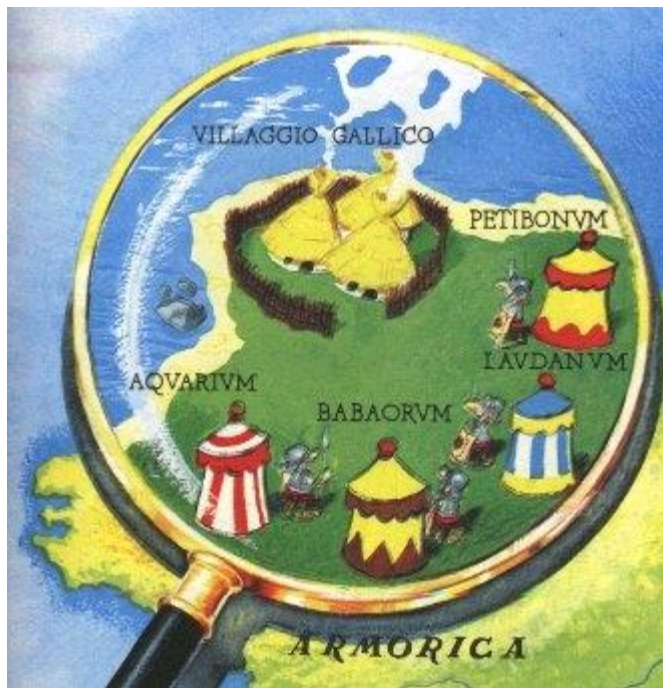
Amsterdam School of Real Estate -

Master of Science in Real Estate

6-8-2018

Scriptie "De waarde van beleids- en marktwaarde voor vastgoedsturing bij woningcorporaties"

Master Thesis



Master of Science in Real Estate (MSRE)

Onderwijsinstelling: Amsterdam School of Real Estate

Auteur: Imeldo Kwaak

Email: Imeldo.Kwaak@ilent.nl

Afstudeerbegeleider: Johan Conijn

Datum: 6 augustus 2018

Status: Definitief

Voorwoord

Een bijzonder moment om het voorwoord te mogen schrijven. Het einde van een periode waarin ik met veel plezier doch ook de nodige moeite een scriptie heb geschreven.

Mijn dank gaat uit naar mijn begeleider Johan Conijn, die met zijn immer kritische blik zorgde voor extra scherpheid in de scriptie. Bijzonder om te zien dat iemand met zoveel kennis en ervaring open staat voor een goede discussie en andere inzichten. Tevens gaat mijn dank uit naar mijn werkgever, die mij in staat stelde om deze opleiding te volgen en tijd te besteden aan de scriptie. Ook collega's die mij hebben geholpen bij het onderzoek ben ik veel dank verschuldigd. Ook wil ik een ieder bedanken die heeft deelgenomen aan de enquête. Tot slot ben ik de mensen in mijn naaste omgeving veel dank verschuldigd voor hun steun.

Alhoewel het niet altijd makkelijk was in combinatie met een drukke baan en een privéleven, kijk ik terug op een leerzame onderzoeksperiode, waarvan ik hoop dat de resultaten zullen bijdragen aan een verder discussie over en ontwikkeling van het gebruik van de waardebegrippen in de vastgoedsturing van de corporatiesector.

Imeldo Kwaak
Baarn, juli 2018

Managementsamenvatting

In deze scriptie worden de onderzoeksresultaten beschreven naar de manier waarop markt-, beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage een plek kunnen krijgen in de vastgoedsturing van corporaties.

De bruteringsoperatie in 1995 laat een duidelijke trendbreuk in de ontwikkeling van de sector zien. Corporaties waren tot die tijd sterk gereguleerd. Na de bruteringsoperatie werden zij financieel zelfstandig met bijbehorende vrijheden. Als gevolg van de gewijzigde omstandigheden is er een noodzaak tot formulering van strategisch voorraadbeleid en professionalisering van de sector als geheel. De vrijheden leidden uiteindelijk tot een aantal schandalen die uitmondde in een herziene Woningwet. Onderdeel van deze woningwet is de implementatie van marktwaarde.

Corporaties realiseren in de regel geen marktconforme kasstromen, en daarmee de marktwaarde. Een deel van de marktwaarde wordt niet gerealiseerd omdat corporaties hun vastgoed gebruiken voor hun maatschappelijke taak (sociale huisvesting). Zo zijn de huren lager en de kosten hoger ten behoeve van het bedienen van de sociale doelgroep. Dit zorgt voor een lagere kasstroom en dus lagere waarde voor het vastgoed. In de marktwaarde komt slechts een deel van deze maatschappelijke inzet van corporaties tot uiting. Een extra waardebegrip is nodig om deze inzet te duiden. Hiertoe is beleidswaarde ontwikkeld door de Autoriteit Woningcorporaties (Aw) en Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Dit waardebegrip kan handvatten geven om vastgoedsturing in de sector te verbeteren.

Hoofdvraag: Op welke wijze kan vastgoedsturing op markt- en beleidswaarde zinvol bijdragen aan de maatschappelijke doelstelling van corporaties?

Via literatuuronderzoek is inzage verkregen in de wijze waarop markt- en beleidswaarde worden bepaald, alsmede welke beperkingen deze nog kent. Deze beperkingen zien toe op zowel het marktwaardehandboek, als de implementatie van de beleidswaarde.

In hoofdstuk 3 is een aantal verschillen tussen corporaties en commerciële partijen nader geanalyseerd. Deze verschillen zien toe op:

- de integraliteit van rollen voor corporaties;
- de tucht van de markt;
- de eigen vermogensverschaffing;
- de hybriditeit en dus doelstellingen van corporaties.

Via verantwoording aan gemeenten, huurders en de publiekrechtelijke toezichthouder zijn er op institutioneel niveau wel incentives voor professionele vastgoedsturing. Een belangrijk aspect dat in het assetmanagement een plek moet krijgen is de maatschappelijke doelstelling van corporaties en de afweging tussen financiële en maatschappelijke doelstellingen. Corporaties dienen enerzijds financieel gezond te zijn en anderzijds haar maatschappelijke taak waar te maken. Deze doelstellingen kunnen conflicteren. Het samenbrengen van deze doelstellingen is dan de kern van succesvol assetmanagement.

In hoofdstuk 4 wordt nader ingegaan op de rol van vastgoedsturing en assetmanagement bij een corporatie. Op strategisch niveau kan inzicht in de bedrijfseconomische offers (op asset- of

activiteitsniveau) voor de maatschappelijke taakuitvoering bijdragen aan een optimale allocatie van middelen. Met behulp van het DrieKamerModel is hiervoor een praktisch toepasbaar instrument beschikbaar. Het toevoegen van een expliciete afweging in waardetermen aan het DrieKamerModel kan op basis van de theorie als verlengstuk dienen voor de aansluiting tussen de waardebegrippen marktwaarde en beleidswaarde en de kasstroombenadering waarop het DrieKamerModel is gestoeld. De marktwaarde wordt dan gebruikt in de vastgoedkamer, het eigen vermogen op beleidswaarde in de vermogenskamer en het verschil tussen markt- en beleidswaarde kan als maat dienen voor het economisch offer en gebruikt worden in de maatschappelijke kamer.

In de enquête is gekeken in hoeverre corporaties markt- en beleidswaarde elementen toepassen in vastgoedsturing en op welke wijze rekening gehouden wordt met beperkingen. Uit de beantwoording van de deelvragen blijkt dat er zeker mogelijkheden zijn om vastgoedsturing met behulp van markt- en beleidswaarde te verbeteren. Op basis van de theorie en de uitgevoerde enquête wordt een aantal aanbevelingen gedaan.

Een deel van de corporaties gebruikt nog niet alle componenten van beleidswaarde in hun vastgoedsturing. Aanbevolen wordt dit wel te doen. Met name het verschil tussen de markt- en beleidsnormen is in veel gevallen nog niet structureel ingebed.

Als mogelijke versterking van de functie van beleidswaarde in de vastgoedsturing wordt aanbevolen te onderzoeken op welke wijze de disconteringsvoet kan worden aangepast om het lagere risicoprofiel bij corporaties mee te nemen.

Eén van de genoemde argumenten is dat marktconform onderhoud te onbetrouwbaar is.

Aanbevolen wordt kritisch te bezien of het marktconform onderhoud kan worden aangescherpt.

Een kritiek op de waardering van de taxateur, is dat bij de full-versie de einduitkomst leidend is bij het aanpassen van de waarde via de vrijheidsgraden. Aangezien een aantal van deze onderliggende parameters aangepast wordt bij de berekening van de beleidswaarde, kan het aanpassen van de ene of de andere parameter substantiële gevolgen hebben voor de beleidswaarde, ook al is de uitkomst van de berekende marktwaarde identiek. Aanbevolen wordt de vrijheidsgraden opnieuw te bezien op basis van impact op de berekening van de beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage.

Er is vanuit kostenperspectief een incentive om zo min mogelijk complexen te definiëren.

Aanbevolen wordt om te onderzoeken hoe de wijze van indeling uniformer kan plaatsvinden.

Bij de bepaling van de beleidswaarde wordt uitgegaan van het doorexploitatie scenario. Een eventuele correctie op de exit-yield in de full-versie wordt daarmee overruled door de beleidswaarde. Aanbevolen wordt om de exit-yield als vrijheidsgraad in het doorexploitatiescenario te laten vervallen.

Er vindt bij de bepaling van de beleidswaarde geen aanpassing plaats van de huurstijgingsparameter. Aanbevolen wordt bij de bepaling van de beleidswaarde ruimte te geven om het huurstijgingspercentage naar beneden bij de stellen.

Door het aanpassen van de markthuur naar de streefhuur bij de bepaling van de beleidswaarde kan de huur onder de huurtoeslaggrens komen, waardoor over deze woningen ook verhuurderheffing dient te worden afgedragen. Aanbevolen wordt om in de waterval onderscheid te maken tussen het

effect van streefhuren en het effect van verhuurderheffing, waarbij het effect van de verhuurderheffing niet mee telt in de bepaling van de maatschappelijke bijdrage.

Alhoewel corporaties een extra inspanning leveren ten behoeve van de sociale verhuur, kan er ook sprake zijn van inefficiëntie. Deze inefficiëntie is nu ook onderdeel van de maatschappelijke bijdrage. In vervolgonderzoek kan wellicht worden gekeken op welke wijze dit onderscheid scherper kan worden gemaakt.

Eén van de genoemde argumenten om beleidswaarde niet toe te passen in het assetmanagement is dat er geen aanpassing plaatsvindt van de disconteringsvoet. Aanbevolen wordt om via vervolgonderzoek te beoordelen op welke wijze de disconteringsvoet kan worden aangepast in de beleidswaarde.

Inhoudsopgave

1	Vraagstelling en onderzoeksopzet	9
1.1	Aanleiding en probleemstelling.....	9
1.2	Afbakening, scope en beperkingen van het onderzoek	10
1.3	Probleemstelling, doelstelling en hoofdvraag.....	11
1.4	Deelvragen.....	11
1.5	Onderzoeksopzet.....	12
1.6	Relevantie.....	14
1.7	Leeswijzer	14
2	Context en theoretisch kader.....	15
2.1	Inleiding	15
2.2	Historisch perspectief corporatiesector.....	15
2.3	Marktwaaarde	17
2.4	Beleidswaarde	19
2.5	Beperkingen in berekening maatschappelijke bijdrage	21
2.6	Deelconclusie.....	24
3	Verschillen commerciële partijen en corporaties	25
3.1	Omvang en doelgroep	25
3.2	Verschil in rollen corporaties en commerciële partijen	26
3.2.1	Eigenaar vermogen.....	27
3.3	Tucht van de markt.....	27
3.3.1	Verantwoording.....	28
3.3.2	Hybride organisatie	28
3.4	DAEB en niet-DAEB.....	29
3.5	Deelconclusie verschillen commerciële partijen en corporaties	29
4	Vastgoedsturing.....	30
4.1	Niveaus van vastgoedsturing.....	30
4.1.1	Portfoliomanagement	31
4.2	Strategische beleid- en besluitvormingsprocessen.....	32
4.2.1	PDCA-cyclus	32
4.2.2	Beleidsachtbaan Van Os	32
4.2.3	Vastgoedprocesmodel Van den Broeke	33

4.2.4	DrieKamerModel	34
4.3	Assetmanagement.....	35
4.3.1	Opstellen complexbeleid.....	35
5	Deelconclusie theoretisch kader	37
6	Onderzoek	39
6.1	Enquête	39
6.1.1	Focusgroep	39
6.1.2	Wijze van benadering.....	40
6.1.3	Vragen enquête	40
6.1.4	Beperkingen resultaten enquête.....	40
7	Analyse	41
7.1	Uitkomsten enquête.....	41
7.1.1	Vastgoedsturing en beleid.....	41
7.1.2	Beleidswaarde	42
7.2	Resultaten.....	43
7.3	Nadere kwantitatieve analyse van de enquêteresultaten	44
8	Aanbevelingen en conclusies	46
8.1	Beantwoording deelvragen	47
8.2	Beperkingen van het onderzoek	50
8.3	Vervolgonderzoek	50
8.4	Nawoord	51
	Bibliografie	52
	Bijlage 1: Enquêtevragen.....	55

1 Vraagstelling en onderzoekopzet

1.1 Aanleiding en probleemstelling

De corporatiesector is de afgelopen jaren regelmatig negatief in het nieuws geweest. Een studentencampus, een Maserati, een Woonboot en een derivatendebacle leidden uiteindelijk tot een Parlementaire Enquête Woningcorporaties (PEW) (Vliet, 2014). De uitkomsten van deze enquête zijn neergeslagen in een nieuwe Woningwet (Woningwet, 2015), met onder meer maatregelen ter verbetering en (verdere) professionalisering van de sector. Eén van deze maatregelen is het verplicht stellen van waardering van het vastgoed op marktwaarde voor de jaarrekening. Deze waardering geschiedt op basis van het handboek Modelmatig waarderen marktwaarde (Fakton, 2017).

De waardering op marktwaarde zorgt voor uniformering van de waarderingsgrondslagen, maakt een betere vergelijking met beleggers mogelijk, maakt beter inzichtelijker wat de financiële consequenties zijn van (niet marktconforme) beleidsbeslissingen die corporaties maken en biedt betere handvatten voor sturing. Maar hoe kan je die sturing vormgeven? Door het volkshuisvestelijke beleid van corporaties, waaronder lagere huren, is alleen marktwaarde te beperkt. Een corporatie werkt immers in beginsel daar waar de markt haar werk niet doet. Welke functie kan marktwaarde hebben en hoe kan toch op een zinvolle manier worden gestuurd op marktwaarde? Corporaties hebben een andere doelstelling dan commerciële partijen. Waar commerciële partijen vastgoed inzetten om maximaal rendement te genereren, maakt een corporatie andere afwegingen. Dit kan leiden tot andere huurstellingen, andere keuzes ten aanzien van het uitpanden of verhuren van panden, andere kwaliteitseisen en een andere portefeuillesamenstelling. Op basis van deze bovenstaande afwegingen lijkt marktwaarde op zichzelf niet voldoende voor sturing. Wel kan de marktwaarde als basis dienen om beleidskeuzes te ondersteunen. De marktwaarde dient dan als objectieve maatstaf om de potentiële waarde inzichtelijk te maken. Daarnaast hebben toezichthouder Autoriteit Woningcorporaties (hierna: Aw) en de borger Waarborgfonds Sociale Woningbouw (hierna: WSW) beleidswaarde geïntroduceerd als aanvulling op marktwaarde. Een punt van kritiek op de marktwaarde is dat bij de berekening kasstromen worden ingerekend die niet representatief zijn voor de werkelijk verwachte kasstromen van de woningcorporatie. Het sturen en toezicht houden op basis van enkel deze fictieve kasstroom is daarom niet zinvol. Beleidswaarde maakt ook de maatschappelijke kant van corporaties inzichtelijk in de waarde. Het verschil tussen markt- en beleidswaarde wordt dan gezien als de maatschappelijke bijdrage van de corporatie.

In de PEW is ook de moral hazard binnen de corporatiesector benadrukt. Corporaties konden niet failliet gaan, waardoor er geen afrekening plaatsvond van risicovol gedrag. Daarbij kunnen corporaties op een makkelijke manier hun vastgoed financieren (vermogen dode hand en staatssteun). Door het ontbreken van shareholders met rendementseisen is er geen incentive om maximaal rendement te behalen. Hierdoor is er minder noodzaak om vastgoed af te stoten om nieuwe activiteiten te ondersteunen. Deze inrichtingskeuzes hebben gevolgen voor het reilen en zeilen van corporaties. Een prikkel om efficiënt te opereren ontbreekt als de tucht van de markt ontbreekt. Ook met de nieuwe woningwet is dit niet structureel opgelost, al is er wel meer aandacht voor (waaronder de Aedes benchmark) (Aedes, 2018).

Marktwaardesturing kan handvatten geven om (in)efficiency in kaart te brengen.

Het onderzoek heeft tot doel om inzichtelijk te maken welke meerwaarde de marktwaarde, de beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage zouden kunnen hebben voor de vastgoedsturing bij corporaties. In dit onderzoek wordt daartoe een vergelijking gemaakt met marktwaardesturing door commerciële partijen, de relevante afwijkingen tussen commerciële partijen en corporaties, de manier waarop de toezichthouders kijken naar sturing op marktwaarde en wordt onderzocht hoe corporaties nu hun sturing op marktwaarde vormgeven. Op basis van deze elementen worden aanbevelingen gedaan over de wijze waarop marktwaarde, beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage gebruikt kunnen worden in de vastgoedsturing voor de corporatiesector.

Voordat een zinvolle analyse op sturing kan plaatsvinden is het zaak om het doel van sturing helder te hebben. Voor commerciële partijen is dit maximaal rendement. Voor corporaties zal ook de maatschappelijke rol moeten worden verankerd. Het doel is uiteindelijk dat zowel op korte als langere termijn de juiste woningen beschikbaar en betaalbaar zijn voor de juiste mensen (doelgroep). Marktwaarde en beleidswaarde zijn geen doel op zich, maar kunnen helpen in het inzichtelijk maken wat de maatschappelijke opgave kost. In dit onderzoek wordt gekeken op welke wijze markt- en beleidswaarde kunnen worden gehanteerd in de vastgoedsturing van corporaties om dit inzicht te verbeteren.

1.2 Afbakening, scope en beperkingen van het onderzoek

Het onderzoek beperkt zich tot de rol van marktwaarde en beleidswaarde in de vastgoedsturing van corporaties. Het in bredere zin onderzoeken van vastgoedsturing is ook zeker zinvol, maar niet het doel van dit onderzoek.

In de corporatiewereld is nog niet iedereen enthousiast over marktwaarde. Het onderzoeken van nut en noodzaak van marktwaarde en het handboek modelmatig waarderen marktwaarde zijn geen onderdeel van dit onderzoek. Er wordt gefocust op implementatie van marktwaarde en beleidswaarde in de vastgoedsturing van de corporatie. De discussie die soms nog gaande is over de functie van bedrijfswaarde en de mogelijkheid om marktwaarde met een WOZ-afslag te bepalen zijn dan ook geen onderdeel van het onderzoek. Wel zijn er diverse beperkingen aan de huidige methodiek van marktwaarde en beleidswaarde. Zover deze invloed hebben op het onderzoek worden deze verder uitgewerkt.

Beleidswaarde is een relatief nieuw begrip in de corporatiesector. Op voorhand wordt dus verwacht dat de beleidswaarde nog geen integraal onderdeel uitmaakt van de vastgoedsturing. Daarmee is er een inherente beperking aan het onderzoek gezien de actualiteit van beleidswaarde. Getracht wordt aan de hand van exploratief onderzoek bij een focusgroep van corporaties nadere aanbevelingen te geven om beleidswaarde te kunnen implementeren.

Een andere belangrijke afbakening van dit onderzoek is dat cultuur niet wordt meegenomen. Alhoewel cultuur zeker een oorzaak kan zijn van verschillen tussen corporaties en commerciële partijen is dat niet het doel van dit onderzoek.

Tot slot is het doel van het onderzoek om aanbevelingen te doen op strategisch en tactisch niveau voor de corporatiesector. Derhalve beperkt het onderzoek zich ook hiertoe. Alhoewel de feitelijke operationele invulling ook tot aanbevelingen zou kunnen leiden, is dit geen onderdeel van het onderzoek. Verondersteld wordt hierbij dat deze vooral hun grondslag kennen in ofwel eerdere

strategische en/of tactische overwegingen ofwel cultuuraspecten, die buiten de scope van dit onderzoek vallen.

1.3 Probleemstelling, doelstelling en hoofdvraag

De aanleiding en afbakening kunnen worden samengebracht in de probleemstelling:

Beleidswaarde is een relatief nieuw fenomeen in de corporatiesector. Op welke wijze deze optimaal kan worden ingezet in combinatie met marktwaarde in de vastgoedsturing is nog niet duidelijk. Ook assetmanagement is een relatief nieuw fenomeen in de corporatiesector.

De doelstelling is het geven van handvatten voor een betere sturing met behulp van markt-, beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage. Betere sturing leidt tot een betere afweging van gemaakte keuzes en uiteindelijk betere keuzes. Dit leidt tot een effectievere en efficiëntere inzet van beschikbare middelen voor de realisatie van de maatschappelijke doelstelling van de corporatiesector. Beleidswaarde is een instrument dat bepalend is voor de borging en gebruikt wordt door de toezichthouder. Dit noopt tot een kader op tactisch niveau waar beleidswaarde onderdeel van uitmaakt.

De hoofdvraag luidt:

Op welke wijze kan vastgoedsturing op markt- en beleidswaarde zinvol bijdragen aan de maatschappelijke doelstellingen van corporaties?

1.4 Deelvragen

1. Wat is de achtergrond van de keuze voor marktwaarde en op welke wijze kan sturing op marktwaarde en beleidswaarde volgens de literatuur bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelstellingen?
2. Welke verschillen zijn er tussen commerciële partijen en corporaties en wat zijn hiervan de consequenties voor de vastgoedsturing van corporaties?
3. Op welke wijze is het vastgoedsturingsproces van corporaties nu vormgegeven en op welke wijze worden de corporatiespecifieke elementen geïncorporeerd in marktwaardesturing?
4. In hoeverre worden de componenten van beleidswaarde gebruikt bij vastgoedsturing?
5. Welke belemmeringen zijn er om de componenten van beleidswaarde toe te passen binnen vastgoedsturing?
6. Welke mogelijkheden zijn er voor corporaties om de vastgoedsturing op basis van marktwaarde en beleidswaarde te verbeteren?

Door deze onderzoeksvragen te beantwoorden kan inzicht worden gegeven in de mogelijkheden om sturing op marktwaarde en beleidswaarde te incorporeren in de vastgoedsturing van corporaties. Het is een verkennend onderzoek. Gezien de actualiteit van beleidswaarde wordt niet verondersteld dat reeds veel corporatie beleidswaarde hebben geïntegreerd in de vastgoedsturing, daarvoor is het nog te vroeg. De onderleggers van beleidswaarde zijn niet nieuw en verwacht wordt wel dat onderdelen ervan al een plek hebben in het assetmanagement.

Middels een enquête bij een focusgroep wordt inzichtelijk op welke wijze de componenten van beleidswaarde reeds een plek hebben gekregen in het assetmanagement en heeft als doel om inzicht te krijgen in de mogelijke belemmeringen die er zijn om beleidswaarde in de toekomst integraal toe te passen in assetmanagement.

Met de uitkomsten kan vervolgens een aanbeveling worden gedaan op welke wijze deze mogelijke belemmeringen kunnen worden meegenomen in de doorontwikkeling van zowel de vastgoedsturing van corporaties, het handboek marktwaardering als de beleidswaarde.

1.5 Onderzoeksopzet

Het onderzoek wordt opgezet volgens de TPA-structuur om uiteindelijk de hoofdvraag te kunnen beantwoorden. TPA staat voor: Theorie, Praktijk en Analyse. Er wordt gestart met een theoretisch gedeelte op basis van literatuuronderzoek. Vervolgens wordt een praktijkonderzoek uitgevoerd middels een enquête. Vervolgens worden praktijk en theorie geconfronteerd en geanalyseerd, leidend tot conclusies en aanbevelingen. In figuur 1 is dit schematisch weergegeven.

Figuur 1: Onderzoeksopzet



Middels literatuuronderzoek wordt een beeld geschetst van de achtergrond van invoering van de marktwaarde, de systematiek van het marktwaardehandboek en de wijze van sturing op marktwaarde zoals deze volgens de literatuur toepasbaar is voor de belegger en de corporatie. Tevens wordt de beleidswaarde nader geanalyseerd.

Middels het literatuuronderzoek wordt antwoord gegeven op de eerste drie deelvragen, alsmede een aanzet gemaakt voor de beantwoording van de deelvragen 4 tot en met 6.

1. Wat is de achtergrond van de keuze voor marktwaarde en op welke wijze kan sturing op marktwaarde en beleidswaarde volgens de literatuur bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelstellingen?

Hierbij wordt op basis van de literatuur de achtergrond geschetst voor de invoering van marktwaarde. Hierdoor komt inzichtelijk wat de gedachten waren van de wetgever om marktwaarde verplicht te stellen en geeft dit aanknopingspunten om vastgoedsturing op marktwaarde vorm te geven. Daarnaast geeft deze achtergrond meer context aan de noodzaak tot het invlechten van markt- en beleidswaarde in de vastgoedsturing van corporaties. Ook worden de beperkingen van de huidige systematiek beoordeeld.

2. Welke verschillen zijn er tussen commerciële partijen en corporaties en wat zijn hiervan de consequenties voor de vastgoedsturing van corporaties?

In dit onderdeel van het literatuuronderzoek wordt stilgestaan bij de wijze waarop commerciële partijen sturen en onder welke voorwaarden deze ook toepasbaar zijn bij corporaties. Hierbij wordt zowel gekeken naar het strategisch als het tactisch niveau. Het operationele niveau is niet het object van onderzoek. De nadruk zal hier vooral liggen op de verschillen, aangezien deze verschillen er voor kunnen zorgen dat de rol van marktwaarde bij vastgoedsturen principieel anders is voor commerciële partijen dan voor corporaties.

3. Op welke wijze is het vastgoedsturingsproces van corporaties nu vormgegeven en op welke wijze worden de corporatiespecifieke elementen geïncorporeerd in marktwaardesturing?

Op basis van de bij deelvraag twee geformuleerde verschillen wordt op basis van literatuuronderzoek gekeken hoe deze verschillen een plek kunnen krijgen in vastgoedsturing. Daarbij wordt stilgestaan bij het vastgoedsturingsproces en op welke wijze de corporatiespecifieke elementen gevolgen hebben in dit proces.

De beantwoording van de drie deelvragen leidt tot een aantal aanbevelingen en een aantal veronderstellingen welke mee worden genomen in de enquête.

Middels een enquête wordt vervolgens onderzocht hoe corporaties nu hun sturing hebben vormgegeven. In de analyse wordt ingegaan op de resultaten van de enquête en worden aanbevelingen gedaan voor verdere sturing. Hiermee wordt een antwoord gevonden voor de beantwoording van de onderstaande deelvragen:

4. In hoeverre worden de componenten van beleidswaarde gebruikt in de vastgoedsturing?
5. Welke belemmeringen zijn er om de componenten van beleidswaarde toe te passen op assetmanagement?
6. Welke mogelijkheden zijn er voor corporaties om de vastgoedsturing met marktwaarde en beleidswaarde te verbeteren?

Gegeven de invalshoek van het onderzoek is het onvermijdelijk dat er kwalitatief onderzocht wordt. Er worden alleen professionals benaderd van wie verwacht wordt dat ze voldoende op de hoogte zijn van zowel assetmanagement als de ontwikkelingen in het kader van markt- en beleidswaarde. Door deze keuze worden ook tekstuele vragen in de enquête opgenomen die verder gaan dan de multiplechoicevragen die normaliter bij enquêtes worden gevraagd. De enquête wordt uitgezet bij portefeuillemanagers en assetmanagers, waarbij wordt ingezoomd op grotere corporaties. Uitgangspunt is dat 30-35 corporaties worden benaderd met een verwachte respons van ongeveer 15-20 corporaties. In hoofdstuk 5.1 wordt verder ingegaan op de gekozen invalshoek van het onderzoek.

Op basis van de beantwoording van de deelvragen kan vervolgens de hoofdvraag worden beantwoord.

Het betreft voornamelijk een exploratief onderzoek. Door vergelijkingen te maken met commerciële partijen en de kenmerkende verschillen een plek te geven, wordt gezocht naar potentiële bouwstenen voor een sturingskader op markt- en beleidswaarde, alsmede de maatschappelijke bijdrage. Het onderzoek zal voornamelijk kwalitatief van aard zijn, waar relevant aangevuld met statistische analyses voor verwerking van de enquêteresultaten.

1.6 Relevantie

- Maatschappelijke relevantie

Verplichte marktwaardering en toepassing van beleidswaarde is een vrij recente overgang voor de corporatiesector. Veel corporaties worstelen nog met de implementatie van marktwaarde en sturing op marktwaarde. Beleidswaarde is helemaal nieuw. Ook assetmanagement is een relatief nieuw fenomeen in de corporatiesector. Dit onderzoek levert een bijdrage bij het implementeren van marktwaardesturing voor zowel corporaties als andere belanghebbenden in de sector.

- Wetenschappelijke relevantie

Er is veel geschreven over het gebrek aan goede vastgoedsturing in de corporatiesector. De overgang naar marktwaarde biedt kansen voor betere professionele vastgoedsturing en benchmarking, zowel binnen de corporatiesector als met partijen daarbuiten (commerciële partijen). Dit onderzoek draagt hier aan bij.

1.7 Leeswijzer

In hoofdstuk 1 zijn de aanleiding, de context en de vraagstelling van het onderzoek alsmede de onderzoeksopzet opgenomen.

In hoofdstuk 2 wordt op basis van literatuuronderzoek uiteengezet wat de achtergrond is voor de overgang naar marktwaarde en wordt beleidswaarde nader geïntroduceerd.

In hoofdstuk 3 worden overeenkomsten en verschillen met beleggers nader belicht, hoe commerciële partijen kijken naar marktwaardesturing, welke verschillen er zijn tussen commerciële partijen en corporaties en hoe deze verschillen zorgen voor verschillen in marktwaardesturing.

In hoofdstuk 4 wordt het vastgoedsturingsproces bij corporaties nader toegelicht.

In hoofdstuk 5 wordt een samenvatting gegeven van het theoretisch onderzoek.

In hoofdstuk 6 wordt op basis van enquêtes aangegeven op welke wijze corporaties nu de componenten van beleidswaarde gebruiken in beleidsbeslissingen.

In hoofdstuk 7 worden de resultaten van de enquête geanalyseerd en beoordeeld in hoeverre corporaties nu sturen op de wijze die uit het literatuuronderzoek naar voren komt en welke verbeteringen er mogelijk zijn

In hoofdstuk 8 worden de uitkomsten gepresenteerd en aanbevelingen gedaan om marktwaardesturing op een betere wijze in te zetten.

2 Context en theoretisch kader

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de achtergrond geschetst van de woningcorporatiesector, recente ontwikkelingen in de sector, alsmede de achtergrond van de keuze voor marktwaarde. Daaropvolgend wordt ingezoomd op de rol van asset management bij corporaties en de mogelijke rol die marktwaarde daarbij kan spelen. Dit heeft tot doel om een algemeen kader te schetsen waarbinnen het onderzoek wordt vormgegeven.

2.2 Historisch perspectief corporatiesector

Huidige situatie

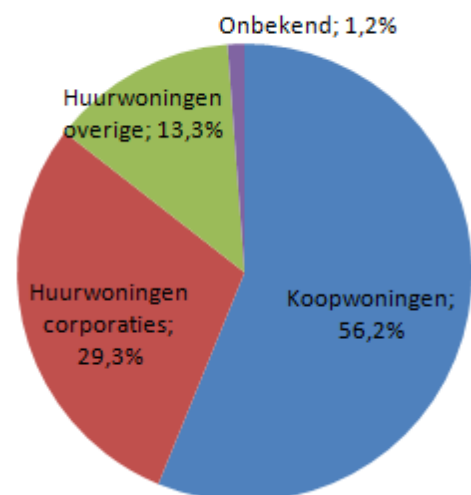
De corporatiesector bestaat uit ruim 2,2 miljoen woningen, goed voor 29,3% van de totale woningmarkt (CBS, 2017).

In het jaarlijkse sectorbeeld stelt de Aw (Autoriteit woningcorporaties, 2017) dat er financiële ruimte is in de sector. De Aw stelt dat de vorig jaar geconstateerde positieve ontwikkeling van de financiële positie verder heeft doorgezet. De operationele kasstroom is sterk. De sterke kasstroomratio's en hoge volkshuisvestelijke solvabiliteit op sectorniveau zijn het effect van zowel de in afgelopen jaren gerealiseerde huurverhogingen en rationalisering in de bedrijfsvoering, als van de aanhoudend lage rentestand en de aflossingen op de leningenportefeuille, aldus de Aw. De Aw stelt daarbij dat het op sectorniveau financieel mogelijk is om de door corporaties opgegeven investeringsvoornemens voor de periode tot en met 2026 uit te voeren. De ratio's liggen dan nog steeds boven de geldende normen. Afhankelijk van het beleid en de economische omstandigheden is het mogelijk om tot 30% meer nieuwbouw en woningverbetering uit te voeren en de huur te matigen.

In den beginne...

De eerste corporaties ontstonden uit particulier initiatief halverwege de negentiende eeuw. In 1901 besloot de overheid deze initiatieven op nationaal niveau te reguleren via de Woningwet (Woningwet, 1901). Op basis van deze wet konden instellingen worden toegelaten om met overheidsgeld te bouwen voor het algemeen belang. Naast leningen kon dit ook in de vorm van subsidies zijn. Op deze manier konden de huren laag worden gehouden met behoud van kwaliteit. Hiermee kregen de toegelaten instellingen een omvangrijke financiële connectie met de Rijksoverheid.

Verdeling woningmarkt



Figuur 2, Bron: CBS 2017, eigen bewerking

Na de Tweede Wereldoorlog was er acute woningnood als gevolg van snelle bevolkingsgroei, kleinere huishoudens en verwoestingen van de oorlog. Het Rijk nam de regie in handen en trok de volkshuisvesting naar zich toe. Dit had omvangrijke subsidiering tot gevolg.

Van verzelfstandiging...

Eind jaren tachtig en in de jaren negentig vond onder paarse kabinetten een snelle opeenvolging van deregulering en marktwerking voor (semi-)publieke organisaties plaats. Ook corporaties ontkwamen hier niet aan. Dit culmineerde met de ingang van de Wet balansverkortings geldelijke steun volkshuisvesting uit 1995 ("de bruteringswet") in het verrekenen van de leningen van de overheid aan corporaties met toekomstige subsidies van diezelfde overheid (Wet balansverkortings geldelijke steun volkshuisvesting, 1995). Als gevolg hiervan kwamen corporaties financieel los te staan van de overheid.

..via vermogensovername...

In de daaropvolgende jaren was er een forse economische groei, waar corporaties massaal van konden profiteren. Door waardeontwikkeling en verkoop werd de financiële armslag van corporaties alleen maar ruimer. Diverse corporaties kochten grote ontwikkelposities voor ambitieuze en nog vage nieuwbouwplannen, waarbij ze soms zelfs opboden tegen collega corporaties. Ook de rol van corporaties werd steeds ruimer. De politiek reageerde aanvankelijk enthousiast. Zonder beslag op overheidsgeld droegen corporaties bij aan de aanpak van problemen.

... naar taakorganisatie.

Door een aantal verschillende affaires, variërend van woonboot (SS Rotterdam), campus Maastricht, Maserati (Rochdale) tot derivaten (Vestia), werd de sector in een negatief daglicht geplaatst. Deze laatste affaire leidde uiteindelijk tot een parlementaire enquête, uitmondend in een nieuwe woningwet met als hoofddoel Terug naar de kerntaak. Naast schandalen was er ook discussie over het speelveld waarop corporaties zich begaven. In tijden van economische groei hadden veel corporaties zich ook beziggehouden met koopprojecten en dure huurwoningen.

Reeds in 2000 werd door de Marktwerking Deregulering Wetgevingskwaliteitwerkgroep Woningcorporaties een verkennende studie naar de toekomstige rol van woningcorporaties uitgebracht (Werkgroep Marktwerking, deregulering en wetgevingskwaliteit, 2000). In de studie worden verschillende opties op een rij gezet. Uit analyse van deze opties komen verschillen tussen private en publieke opties naar voren. Private opties bieden betere waarborgen voor een gelijk speelveld en doelmatige inzet van middelen, terwijl publieke opties de beste waarborgen bieden voor de doeltreffendheid van het volkshuisvestingsbeleid. Uiteindelijke aanbeveling van de werkgroep is om de huidige inrichting te handhaven, maar dan moet er wel een transparante scheiding wordt aangebracht tussen commerciële activiteiten en de sociale taak (kernactiviteiten). Dit leidde uiteindelijk, via de Europese staatssteunbeschikking (European Commission, 2011) en diverse omwegen, tot een scheiding van Diensten van Algemeen Economisch Belang (DAEB) en niet-DAEB activiteiten in de Woningwet 2015 (Woningwet, 2015). In deze Woningwet is een aantal maatregelen genomen om een gelijk speelveld te waarborgen:

Scheiding DAEB/niet-DAEB

Woningcorporaties zijn met ingang van de Woningwet 2015 (Woningwet, 2015), wettelijk verplicht hun diensten van algemeen economisch belang (DAEB) te scheiden van hun niet-DAEB-activiteiten.

Dit is een belangrijke waarborg om het maatschappelijk bestemd vermogen en de staatssteun in te zetten voor de maatschappelijke taken die aan woningcorporaties zijn opgedragen en omgekeerd te voorkomen dat commerciële taken met staatssteun worden opgepakt.

Deze vermogensscheiding is een gevolg van het besluit van de Europese Commissie van december 2009 (Europese Commissie, 2009), dat opdraagt de taken van woningcorporaties in lijn te brengen met de Europese staatssteunregels.

Overcompensatie

Er is sprake van overcompensatie, wanneer een corporatie een meer dan redelijke jaarwinst maakt op DAEB-activiteiten. Indien de ontvangen staatssteun leidt tot een meer dan redelijke jaarwinst dient het teveel ontvangen bedrag aan staatssteun te worden terugbetaald.

Toewijzingen

Vrijkomende en nieuwe sociale huurwoningen dienen te worden toegewezen aan huishoudens met een laag inkomen. Minimaal 90% van de woningen met een huur tot en met de huurtoeslaggrens dient te worden verhuurd aan huurders met een huishoudinkomen van maximaal € 36.165 (prijsspeil 2017) of aan statushouders, zorgbehoevenden of studenten. Tot en met 2020 geldt deze inkomensgrens voor minimaal 80%, voor de resterende 10% geldt een hogere inkomensgrens van € 40.349. De overige 10% is vrije toewijzing.

Markttoets

Uitgangspunt is dat corporaties bij niet-DAEB activiteiten opereren op een gelijk speelveld met commerciële partijen. Aangezien DAEB activiteiten de kerntaak van de corporatie zijn, is het van belang dat bij het uitvoeren van de niet-DAEB activiteiten geen risico's worden gelopen die gevolgen kunnen hebben op het uitvoeren van de kerntaak. Om die reden is een markttoets benodigd bij het uitvoeren van bepaalde niet-DAEB activiteiten. Daarnaast dient de niet-DAEB-tak op portefeuilleniveau met marktconforme uitgangspunten te opereren.

Deze maatregelen om een gelijk speelveld te waarborgen worden uitgevoerd op marktwaarde, aangezien deze waarderingsmethodiek ook gebruikelijk is in de commerciële sector.

Hier wordt verder op ingegaan in hoofdstuk 2.3.

2.3 Marktwaarde

Zoals in de voorgaande paragraaf aangegeven is vanuit het level playing field een aantal maatregelen opgenomen in de Woningwet, waarbij marktwaarde een rol speelt. In de begeleidende brief bij de Woningwet 2015 (Woningwet, 2015) wordt nog een aantal redenen/eisen genoemd voor de overgang op marktwaarde:

- dient aan te sluiten bij de hoofdlijnen van bestaande methodieken in de markt voor marktwaardewaardering (overeenkomstig de commerciële vastgoedsector)
- dient bruikbaar te zijn bij het financieel toezicht
- dient bruikbaar te zijn bij de scheiding DAEB/niet-DAEB, de toets op overcompensatie en de meting van rendement in de niet-DAEB-tak
- dient bij te dragen aan de professionalisering van vastgoedsturing door corporaties
- dient de consequenties voor de administratieve lasten te beperken

Aansluiting bij de hoofdlijnen van marktwaardewaardering in de commerciële sector

De in de markt algemeen aanvaarde definitie voor marktwaarde is:

"het geschatte bedrag waartegen vastgoed tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper na behoorlijke marketing in een zakelijke transactie zou worden overgedragen op de waardepeildatum, waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld" (NVM, 2017). Deze definitie is weer ontleend aan de internationale waarderingsstandaarden (European Valuation Standards en de International Valuation Standards). Dit is ook het uitgangspunt geweest bij invoering van marktwaarde in de corporatiesector.

Bruikbaar zijn bij het financieel toezicht

Met ingang van marktwaarde neemt de toezichthouder Aw (voorheen CFV (Centraal Fonds Volkshuisvesting) afscheid van het begrip volkshuisvestelijke waarde, hetgeen een herberekening was van de bedrijfswaarde die corporaties opgaven. In de plaats daarvoor komen het marktwaarde begrip en een van marktwaarde afgeleid begrip - beleidswaarde. Op beleidswaarde wordt verder ingegaan in hoofdstuk 2.4. Op basis van de nieuwe Woningwet, waaronder de overgang naar marktwaarde, heeft de Aw, gezamenlijk met WSW, een gezamenlijk beoordelingskader ontwikkeld, waar qua financiële indicatoren, de markt- en beleidswaarde een centrale rol spelen (Autoriteit Woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2018).

Bruikbaar zijn bij scheiding DAEB/niet-DAEB, de toets op overcompensatie en de meting van rendement in de niet-DAEB-tak

In hoofdstuk 2.2 is geschetst dat een goede afbakening van de sociale taken van een corporatie essentieel is. Deze vindt zijn uitwerking via de scheiding, toets op overcompensatie en de rendementsmeting in de niet-DAEB-tak (zowel voor het toezicht als voor de markttoets). Aangezien deze elementen de grondslag vormen voor deze afbakening, is het essentieel dat deze ook op dezelfde methodiek geschiedt als gebruikelijk is in de commerciële sector. Met name de hoeveelheid vermogen die bij de scheiding wordt meegegeven aan de niet-DAEB-tak is erg bepalend voor de financiële speelruimte die resteert voor niet-DAEB-activiteiten.

Bijdragen aan professionalisering van vastgoedsturing door corporaties

Overgang naar marktwaarde maakt een betere vergelijking mogelijk met commerciële partijen. Dit kan leiden tot verdere professionalisering van vastgoedsturing. Daarnaast zullen ook maatschappelijke doelstellingen een plek moeten krijgen in het afwegingskader. Maar hoe zorg je er vervolgens voor dat dit niet elke financieel georiënteerde risicoanalyse buitenspel zet? Dit vraagt om een professioneel afwegingskader en sturingsfilosofie, waar zowel maatschappelijke meerwaarde als financiële rendement integraal onderdeel van uitmaken. Tot op heden is er nog veel te doen op dit gebied. In hoofdstuk 3 en 4 wordt hier verder op ingegaan.

Beperking van de consequenties voor de administratieve lasten

De gehele woningwet, waarvan implementatie van de marktwaarde een onderdeel is, nam een groot aantal nieuwe regels met zich mee. Los van de eenmalige kosten om compliant te worden aan de nieuwe regelgeving, is ook de structurele last hoger. Om dit enigszins in te perken is bij de totstandkoming van de keuze voor het handboek gekeken naar mogelijkheden om de overgang naar marktwaarde niet gepaard te laten gaan met gelijke administratieve lasten als bij commerciële partijen. Overigens zijn de lasten nog steeds erg hoog (SIRA Consulting B.V., 2017). Dit omdat het

doel van marktwaarde voor corporaties op onderdelen ook anders is, aangezien in hun doelstelling zit besloten dat zij deze marktwaarde nooit gaan realiseren. Deze beperking is het belangrijkste argument geweest om een marktwaardehandboek te maken in plaats van het verplicht stellen van de marktwaarde volgens RJ 213, zoals bij commerciële partijen gebruikelijk is. Voor de verschillen met commerciële partijen wordt verder ingegaan in hoofdstuk 4.

In het handboek is onderscheid gemaakt naar de zogeheten basis- en full-versie. Bij de basisversie worden vooraf voorgeschreven rekenmethodieken, parameters en uitgangspunten gebruikt voor het bepalen van de waarde. Deze worden jaarlijks geactualiseerd. Bij de full-versie mag op een aantal uitgangspunten worden afgeweken. De corporatie mag zelf een keuze maken. In specifieke gevallen is het wel verplicht om de full-versie te gebruiken aangezien de basisversie dan onvoldoende zekerheden biedt, zoals bijvoorbeeld bij woningen in een aardbevingsgebied van substantiële omvang voor de corporatie, of studentenwoningen. De basisversie in het handboek is vooral bedoeld om uiteindelijk op een waarde te komen die bruikbaar is voor de verantwoording in de jaarrekening (op portefeulleniveau). De full-versie stelt de corporatie in staat om ook op complexniveau te komen tot een aannemelijke waarde en daarmee in te zetten voor bijvoorbeeld vastgoedsturing (Fakton, 2017). Gezien de ambitie van het onderzoek wordt bij de enquête dan ook vooral de focus gelegd op corporaties die volgens de full-versie waarderen.

Corporaties realiseren in de regel geen marktconforme kasstromen en daarmee de marktwaarde. Een deel van de marktwaarde wordt niet gerealiseerd omdat corporaties hun vastgoed gebruiken voor hun maatschappelijk taak (sociale huisvesting). Zo zijn de huren lager en de kosten hoger ten behoeve van het bedienen van de sociale doelgroep. Dit zorgt voor een lagere kasstroom en dus lagere waarde voor het vastgoed. In de marktwaarde komt slechts een deel van deze maatschappelijke inzet van corporaties tot uiting, namelijk de in het verleden door corporaties genomen huurbeslissingen in zoverre die hebben geleid tot lagere huren dan de potentiële markthuren. Daarnaast is er vanwege de huurwetgeving in de gereguleerde sector een restrictie om de huur direct op te trekken naar de markthuurl. Om die reden wordt bij de bepaling van de marktwaarde uitgegaan van bestaande huurcontracten voor de (ingerekende) duur van de zittende huurders.

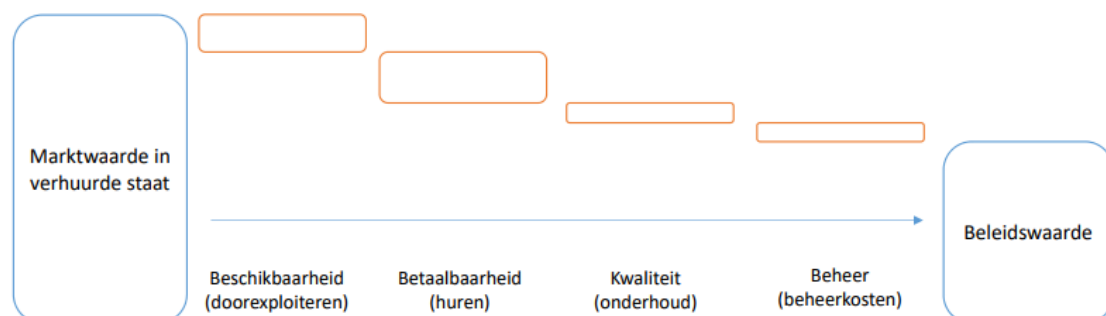
Om goed zicht te krijgen op de effecten van de andere maatschappelijke keuzes hebben Aw en WSW ten behoeve van het toezicht de beleidswaarde geïntroduceerd (Autoriteit Woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2018). In hoofdstuk 2.4 wordt hier verder op ingegaan.

2.4 Beleidswaarde

Zoals aangegeven in hoofdstuk 2.3 realiseren corporaties de marktconforme kasstromen in de regel niet. Een deel komt reeds tot uiting in de marktwaarde, maar een deel ook niet. Dit heeft tot gevolg dat een deel van de marktwaarde en daarmee het eigen vermogen op de balans niet kan en zal worden gerealiseerd. In feite is een deel 'bestemd' voor het maatschappelijke beleid. Dit is ook logisch aangezien de doelstelling van corporaties de continuïteit van dat maatschappelijk beleid is. Een deel van het vermogen is dus niet beschikbaar voor toekomstige financiële verplichtingen (bijvoorbeeld rente en aflossing van leningen) of als buffer om risico's aan te gaan of op te vangen. In de beoordeling van financiële continuïteit achten Aw en WSW het daarom van belang om rekening te houden met het 'maatschappelijke' beleid en dit een plek te geven in de waardering (Autoriteit Woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2018). Dit heeft een tweeledige

doelstelling. Enerzijds geeft het Aw en WSW inzicht in de waarde en financiële positie rekening houdend met continuering van de maatschappelijke opgave en geeft het stakeholders inzicht in de waarde, en daarmee vermogen, dat een corporatie wil inzetten voor continuering van haar maatschappelijke opgave. Anderzijds kan het ook worden gezien als verplichting die voortvloeit uit de taakopdracht, analoog aan bijvoorbeeld pensioenfondsen ('voorziening pensioenverplichting').

De uitwerking van de beleidswaarde is weergegeven in figuur 3.



Figuur 3. Bron: Aw/WSW, marktwaardebijeenkomst 8 november 2017

Vertrekpunt van de beleidswaarde is de marktwaarde. De beleidswaarde maakt daarmee gebruik van de bestaande marktwaardeberekening en daarmee dezelfde waarderingsmethodiek als de marktwaarde. Onderdelen die niet worden aangepast op basis van de hieronder beschreven afslagen zijn dan ook identiek (*ceteris paribus*). Hier zijn methodisch vraagtekens bij te plaatsen, zoals bijvoorbeeld het gelijk blijven van de disconteringsvoet. Hier wordt in hoofdstuk 2.5 nader op ingegaan.

De beleidswaarde wordt bepaald op basis van een viertal afslagen ten opzichte van de marktwaarde. Deze afslagen zijn verschillen tussen commerciële partijen en corporaties die op deze wijze een plek krijgen in het waardebegrip. De afslagen zijn:

- Beschikbaarheid (doorexploiteren)
- Betaalbaarheid (huren)
- Kwaliteit (onderhoud)
- Beheer (beheerkosten).

Beschikbaarheid (doorexploiteren)

In het marktwaardehandboek wordt de hoogste waarde genomen van het uitpond scenario en het doorexplotatie scenario. Corporaties hebben niet als uitgangspunt maximale waardecreatie maar het in stand houden van een sociale sector. Derhalve wordt voor beleidswaarde uitgegaan van het doorexplotatie scenario. Hierbij wordt bewust gekozen voor het in stand houden van de portefeuille. Dit laat uiteraard onverlet dat er in de praktijk door corporaties zal worden uitgepond. Daarnaast dient de eindwaarde te worden berekend op basis van doorexplotatie met voortdurende looptijd.

Betalbaarheid (huren)

In de berekening van de marktwaarde wordt bij mutatie de huur opgetrokken naar de markthuur. In de berekening van de beleidswaarde wordt in plaats daarvan uitgegaan van de streefhuur (beleidshuur).

Kwaliteit (onderhoud)

In de berekening van de marktwaarde volgens het handboek wordt uitgegaan van (VEX)normbedragen voor het onderhoud. In de beleidswaarde berekening wordt in plaats daarvan uitgegaan van een onderhoudsnorm per eenheid die de corporatie zelf hanteert. De normbedragen zijn anders omdat er langer wordt doorgeëxploiteerd en de corporatie mogelijk andere kwaliteitsmaatstaven hanteert. Een hogere norm kan echter ook een uiting zijn van inefficiëntie. Hier wordt nader op ingegaan in hoofdstuk 2.5.

Beheer (beheerkosten)

In de berekening van de marktwaarde volgens het handboek wordt uitgegaan van normbedragen voor het beheer. In de beleidswaarde berekening wordt in plaats daarvan uitgegaan van een beheernorm die de corporatie zelf hanteert. De normbedragen zijn anders omdat er een extra inspanning wordt geleverd ten behoeve van sociale verhuur, waaronder op het gebied van leefbaarheid. Een hogere norm kan, net als bij onderhoud, een uiting zijn van inefficiëntie. Hier wordt nader op ingegaan in hoofdstuk 2.5.

Maatschappelijke bijdrage

Tezamen geven deze verschillen tussen marktwaarde en beleidswaarde een indicatie van het economische offer dat de corporatie ten behoeven van haar maatschappelijke taak brengt. In het vervolg wordt dit verschil aangeduid als de maatschappelijke bijdrage.

2.5 Beperkingen in berekening maatschappelijke bijdrage

Zoals in de voorgaande paragrafen beschreven zijn er diverse redenen voor de overgang naar marktwaarde en de introductie van beleidswaarde. Er kleven echter ook nadelen aan bepaling van de markt- en beleidswaarde. Aangezien de maatschappelijke bijdrage het verschil tussen beide, kunnen deze beperkingen ook consequenties hebben voor de bruikbaarheid van de maatschappelijke bijdrage. In deze paragraaf worden deze beschreven. Vanwege de actualiteit van beleidswaarde is er nog weinig literatuur beschikbaar over beleidswaarde. Veel van de beperkingen zijn daardoor ontleend aan eigen analyse en analyse van Ortec Finance (Ortec Finance, 2018).

Beleidswaarde

Beleidswaarde is een afgeleide van marktwaarde. De betrouwbaarheid van de beleidswaarde hangt daarmee direct samen met de betrouwbaarheid van de marktwaarde. Anders gezegd, hoe beter de marktwaarde, hoe beter de beleidswaarde. De hieronder genoemde beperkingen van marktwaarde gelden dus ook voor beleidswaarde. Daarnaast kent de bepaling van de beleidswaarde nog een aantal andere kritieken.

Gebruik vrijheidsgraden

In de full-versie is het mogelijk om gebruik te maken van vrijheidsgraden door de taxateur. Insteek van de vrijheidsgraden is dat individuele gevallen kunnen afwijken van de generieke normen in het handboek. In de praktijk wordt wisselend omgegaan met het gebruik van deze vrijheidsgraden. Uit onderzoek van Ortec Finance blijkt dat in sommige gevallen parameters worden gebruikt die niet ondersteund worden met marktgegevens (Ortec Finance, 2018). Zo wordt op provincieniveau bijvoorbeeld een verschil van € 248 geconstateerd in onderhoudsnorm voor vergelijkbare woningen. In individuele gevallen is het verschil mogelijk nog groter. Het is niet altijd te herleiden waarom deze

verschillen zo groot zijn in de full-versie. Dit doet vermoeden dat bij de full-versie de einduitkomst leidend is, en niet de juistheid van de aangepaste parameter.

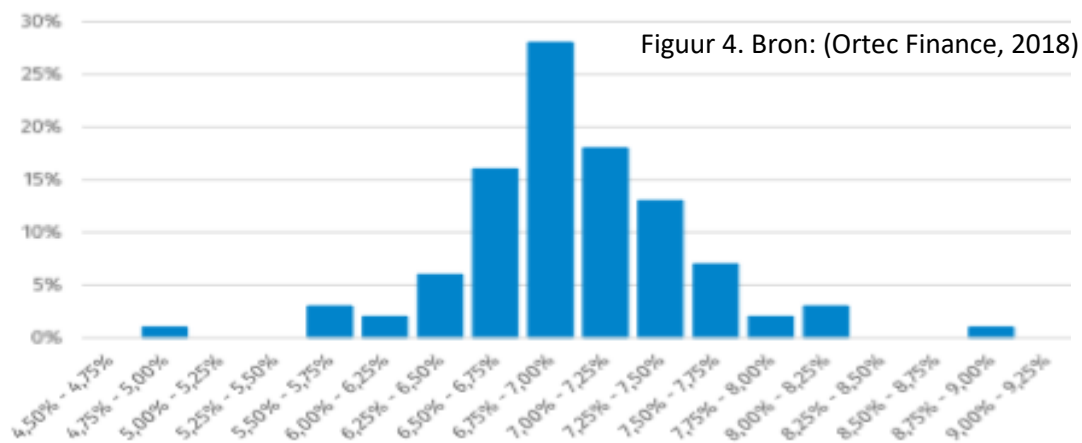
Hierdoor worden de onderliggende parameters zelf minder bruikbaar. Vanuit het uitgangspunt van vergelijkbaarheid is het wenselijk dat hierin meer eenduidigheid komt. Zeker indien gestuurd wordt op deze onderliggende parameters, waaronder de kasstromen. Bij beleidswaarde is dit nog essentiëler. Aangezien een aantal van deze onderliggende parameters aangepast wordt bij de berekening van de beleidswaarde, kan het aanpassen van de ene of de andere parameter substantiële gevolgen hebben voor de beleidswaarde, ook al is het vastgoed en de uitkomst van de berekende marktwaarde identiek. Voor de doorontwikkeling van zowel het handboek als de beleidswaarde is het aan te bevelen dat de mogelijke vrijheidsgraden opnieuw worden beoordeeld in het licht van hun effect op de beleidswaarde en bepaling van de maatschappelijke bijdrage.

Complexindeling

Bij de bepaling van de marktwaarde volgens het waarderingshandboek dient de corporatie het totale bezit op te delen in waarderingscomplexen. Een waarderingscomplex is een samenstel van verhuureenheden, bestaande uit vergelijkbare verhuureenheden voor wat betreft type vastgoed, bouwperiode en locatie, en dat als één geheel aan een derde partij in verhuurde staat kan worden verkocht (Fakton, 2017). Deze indeling is stuurbaar. Zeker aangezien bij de full-versie een taxateur ingeschakeld dient te worden, is er vanuit kostenperspectief een incentive om zo min mogelijk complexen te definiëren (Ortec Finance, 2018). Dit zorgt echter voor minder bruikbare informatie bij de vastgoedsturing.

Disconteringsvoet

De hoogte van de disconteringsvoet geeft inzicht in het risico. Uit analyse van Ortec Finance blijkt dat er een sterk verschil is in de gehanteerde disconteringsvoeten (Ortec Finance, 2018).



Het verschil in disconteringsvoet betekent dat woningen met een identiek exploitatiebeleid fors verschillende waardes kunnen hebben. De vraag is of dit altijd te verklaren is vanuit het exploitatierisico.

Daarbij wordt de disconteringsvoet in de beleidswaarde niet gewijzigd. Uit onderzoek van Van der Schilden (2017) blijkt zelfs dat voor sommige perioden de Sharperatio (risicovrij rendement/risico) beter is voor sociale woningen dan voor vrije sectorwoningen. Beargumenteerd kan worden dat door

het inrekenen van lagere huren en hogere kwaliteit, het risicoprofiel lager is, hetgeen nu niet tot uiting komt in de berekening van de beleidswaarde.

Onderhoud

Op basis van analyse constateert Ortec Finance (2018) dat er grote verschillen bestaan tussen de gebruikte onderhoudsnormen, die niet altijd verklaarbaar zijn.

In de beleidswaarde wordt de onderhoudsnorm vervangen door een eigen norm. Als gevolg hiervan is een deel van de maatschappelijke bijdrage ook niet te verklaren, terwijl deze wel als maatschappelijke bijdrage wordt gezien. Daarnaast gaan in de praktijk corporaties wisselend om met het aanmerken van uitgaven als onderhoud of investering. Door de wijze waarop onderhoud wordt gecorrigeerd heeft dit onderscheid impact op de bepaling van de beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage. Het is aan te bevelen hier meer eenduidigheid in aan te brengen.

Exit-yield

Bij de bepaling van de beleidswaarde wordt uitgegaan van het doorexploitatie scenario. Daarnaast wordt de eindwaarde bepaald op basis van doorexploiteren met een voortdurende looptijd. Als in de full-versie een Exit-yield wordt gebruikt, dan wordt deze dus vervangen. Een eventuele correctie op de exit-yield in de full-versie wordt daarmee direct gecorrigeerd in de beleidswaarde onder de noemer beschikbaarheid, maar heeft hiermee geen directe relatie. In combinatie met het eerder genoemde punt van het gebruik van vrijheidsgraden door de taxateur, heeft de wijze waarop gebruik wordt gemaakt van de vrijheidsgraden impact op de bepaling van de maatschappelijke bijdrage. In verband met dit effect is het wenselijk dat de vrijheidsgraad van de eindwaarde in het doorexploitatiescenario komt te vervallen. Ortec Finance (2018) komt tot een soortgelijke conclusie.

Huurstijging

Bij de bepaling van de beleidswaarde wordt de markthuur aangepast naar de streefhuur. Er vindt echter geen aanpassing plaats van de huurstijgingparameter, terwijl in de praktijk corporaties wel degelijk afzien van het volledig doorrekenen van de huurstijgingparameters, zeker in die gevallen waar in het handboek rekening wordt gehouden met een boveninflatoire huurstijging. Hierdoor wordt de beleidswaarde in die gevallen te hoog voorgesteld.

Verhuurderheffing

Door het aanpassen van de markthuur naar de streefhuur kan de huur onder de huurtoeslaggrens komen, waardoor over deze woningen ook verhuurderheffing dient te worden afgedragen. Wanneer het verschil tussen de markt- en beleidswaarde wordt gezien als het maatschappelijk offer van de corporatie, wordt daarmee ook de verhuurderheffing gezien als een onderdeel van dit offer. Aangezien dit niet direct de huisvesting van de doelgroep ten goede komt, is dit methodisch niet correct. De omvang van de maatschappelijke bijdrage wordt daarmee positiever voorgesteld.

Onderhoud en beheer

Zoals in hoofdstuk 2.4 al benoemd, worden de kosten van onderhoud en beheer aangepast naar de corporatiekasstromen. Alhoewel corporaties een extra inspanning leveren ten behoeve van de sociale verhuur, kan er ook sprake zijn van inefficiëntie. Deze inefficiëntie is nu ook onderdeel van de maatschappelijke bijdrage.

2.6 Deelconclusie

In hoofdstuk 2 is de historische context van corporaties geschetst, zijn aanleidingen gevonden voor de huidige vormgeving van de wet, waaronder ook de invoering van marktwaarde. Tevens is stilgestaan bij de begrippen beleidswaarde en maatschappelijke bijdrage. In hoofdstuk 2.5 zijn beperkingen bij het gebruik van markt- en beleidswaarde en daarmee de maatschappelijke bijdrage. Alhoewel er beperkingen zijn, is dit een eerste aanzet om te beoordelen in hoeverre de maatschappelijke bijdrage in de huidige vorm gebruikt kan worden in het assetmanagement. Een aantal beperkingen kan wellicht in de toekomst worden opgelost, waarmee de bruikbaarheid alleen maar toeneemt. Deze worden meegenomen in de aanbevelingen.

In de praktijkstudie zal beoordeeld worden in hoeverre de genoemde beperkingen consequenties hebben voor het gebruik in de vastgoedsturing.

Alvorens de toepassing van markt- en beleidswaarde nader te belichten, wordt stil gestaan bij de verschillen tussen corporaties en commerciële partijen. Dit wordt nader uitgewerkt in hoofdstuk 3.

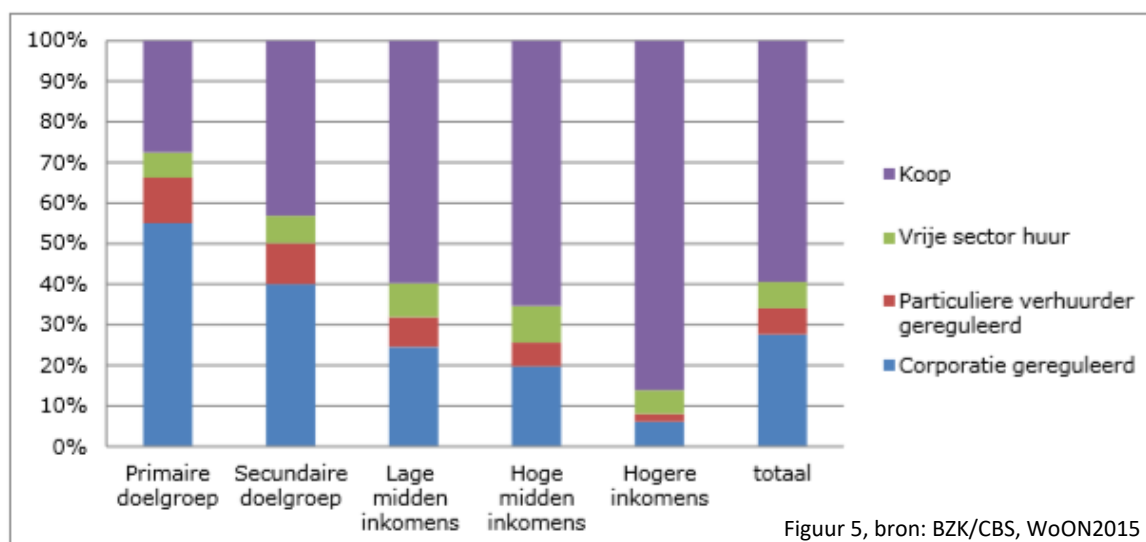
3 Verschillen commerciële partijen en corporaties

In dit hoofdstuk worden de verschillen tussen commerciële partijen en corporaties nader uitgewerkt en wordt gekeken wat dit betekent voor het portfolio- en assetmanagement en de rol van de waardebegrippen bij corporaties in het bijzonder.

In de onderzoeksopzet is verondersteld dat commerciële partijen veel overeenkomsten vertonen met corporaties, maar ook verschillen. Omdat bij commerciële partijen assetmanagement en vastgoedsturing essentieel zijn voor het functioneren van de onderneming, kunnen corporaties veel leren van commerciële partijen. In dit hoofdstuk wordt beoordeeld welke verschillen er zijn en wat de consequentie ervan is op het toepassen van assetmanagement bij corporaties.

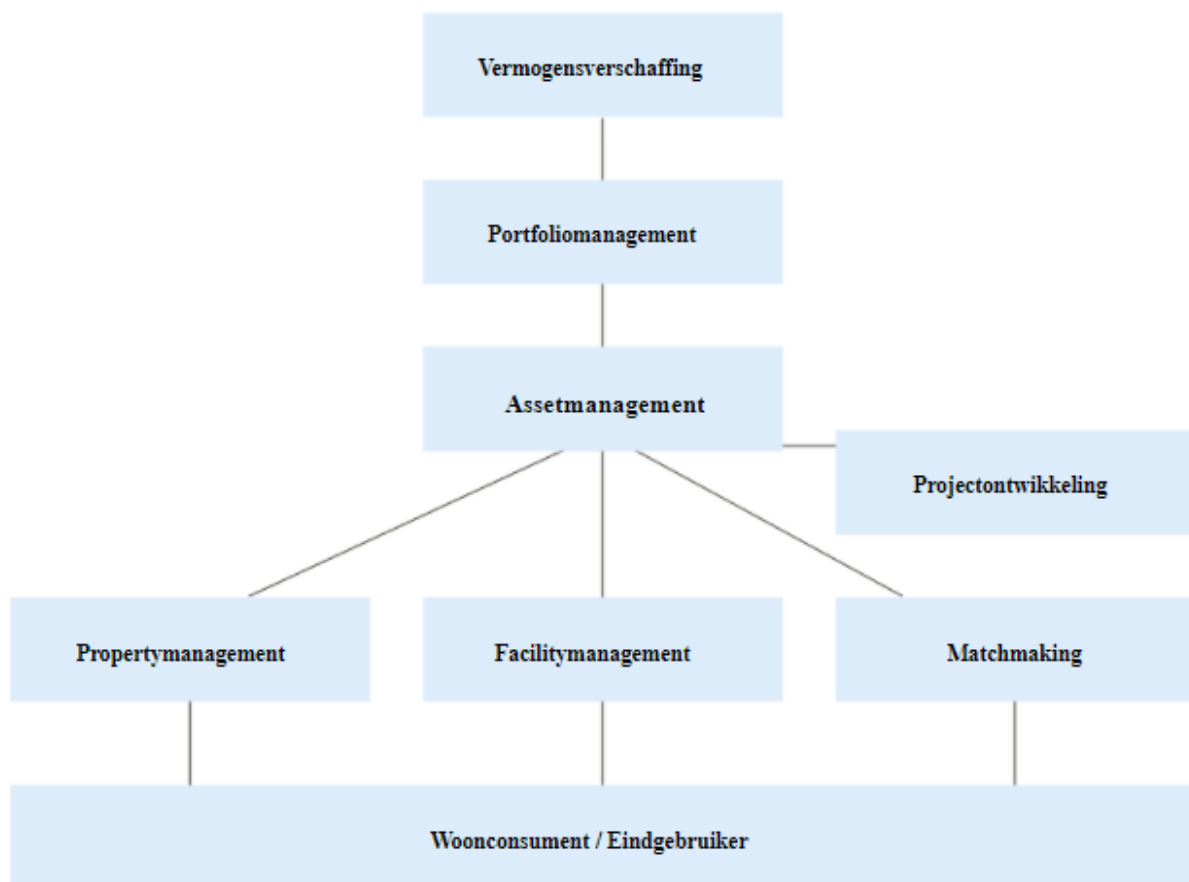
3.1 Omvang en doelgroep

De doelgroep van commerciële partijen is sterk verschillend van die van corporaties. In onderstaand figuur (figuur 4) is de verdeling opgenomen. Wat vooral opvalt is dat de omvang van de corporatiesector fors groter is dan die van commerciële partijen en dat de commerciële partijen logischerwijs vooral hogere inkomens bedienen. Uit de staat van de volkshuisvesting 2018 (Rijksoverheid, 2018) blijkt wel dat de omvang van de commerciële verhuringen toeneemt, terwijl de omvang van de corporatiesector redelijk constant blijft. Zo is de niet-corporatie verhuur toegenomen van 895.000 in 2012 naar 1.065.000 in 2017. Ook het aantal koopwoningen kent een stijging, van 4.191.000 in 2012 naar 4.343.000 in 2017.



3.2 Verschil in rollen corporaties en commerciële partijen

Commerciële partijen binnen de vastgoedsector specialiseren zich vaak in een of twee disciplines. Corporaties vervullen vaak alle rollen in meer of mindere mate. Specialisatie leidt in de regel tot meer efficiency, focus en duidelijkheid. Dit gebrek aan specialisatie wordt door Vlak (2008) in een historische context geplaatst: Tot de brutoering waren corporaties gekoppeld aan zeer stringente regelgeving van het rijk. Alle financiële risico's werden de facto door de overheid gedragen. Dit had tot gevolg dat corporaties zich vooral op de beheertaken richtten. Sinds de brutoering bleven deze bestaan, waarnaast ook de portfolio en assetmanagementtaken (inclusief projectontwikkeling) werden toegevoegd.



figuur 6, Vlak (2013) Corporaties en sturen met kengetallen.

Een belangrijk verschil tussen commerciële partijen en corporaties is de rol van de vermogensverschaffing. Dit is een cruciaal onderscheid met commerciële partijen. Bij commerciële partijen staan de aandeelhouders hiërarchisch boven het portefeuillemanagement, zoals ook in figuur 5 is te zien. Bij commerciële partijen is het vermogen (eigen en vreemd) kaderstellend voor het portefeuillemanagement. In veel gevallen wordt daarbij de investering door de aandeelhouders gezien als een investering in het vastgoed. Het bijkomend risico van vreemd vermogen is daarbij niet altijd wenselijk. Dit resulteert in relatief veel eigen vermogen en een lage Loan to Value.

De corporatie daarentegen kent geen eigenaar en beschikt zelf over haar eigen vermogen en de mogelijkheden om vreemd vermogen aan te trekken. Binnen zekere grenzen kan de corporatie er

desgewenst voor kiezen om in te teren op haar eigen vermogen of haar leverage te verhogen dan wel te verlagen. Daarbij kan de corporatie geen eigen vermogen aantrekken, waar een commerciële partij dit wel kan. Dit heeft tot gevolg dat de functie van vermogensverschaffing bij corporaties ondergeschikt is aan het strategisch management en dus stuurbaar (Ortec Finance, 2016).

Daarbij kunnen corporaties op een makkelijke manier hun vastgoed financieren (vermogen dode hand en staatssteun). Door het ontbreken van shareholders met rendementseisen is er geen incentive om maximaal rendement te behalen. Hierdoor is er minder noodzaak om vastgoed af te stoten om nieuwe activiteiten te ondersteunen. Een prikkel om efficiënt te opereren ontbreekt als de tucht van de markt ontbreekt. Hier wordt in hoofdstuk 3.3 nader op ingegaan.

3.2.1 Eigenaar vermogen

Bovengenoemd effect wordt verder versterkt doordat er geen duidelijke eigenaar is van het corporatiegeld. Bij commerciële partijen zijn dit evident de aandeelhouders. Zij stellen risico en rendementseisen vast, al dan niet in samenhang met eisen die de kapitaalmarkt stelt, en stellen daarmee kaders vast waar binnen het assetmanagement zijn werk kan doen. Voor corporaties is dit diffuser. Er is geen eigenaar, geen winstogmerk en hun doelstelling is om te bouwen waar de markt haar werk niet doet. Er is dus geen dwingende noodzaak om effectief en efficiënt te opereren.

3.3 Tucht van de markt

In hoofdstuk 3.2 is geconstateerd dat als gevolg van het ontbreken van shareholders bij corporaties een dwingende noodzaak om efficiënt te opereren ontbreekt. Dit is een belangrijk verschil ten opzichte van commerciële partijen. Bij commerciële partijen is de tucht van de markt aanwezig die afrekent met inefficiëntie. Deze partij zal immers slechter presteren dan soortgelijke bedrijven. Bij commerciële partijen is er derhalve een dwingende noodzaak van assetmanagement, daar assetmanagement in essentie een optimalisatievraagstuk is. Hier wordt verder op ingegaan in hoofdstuk 4.3.

De PEW (Vliet, 2014) stelt dat bij corporaties de governance bovenmatig complex is. Volgens De Jong (2013) bevinden corporaties zich in een breekbaar krachtenveld waarin ze voortdurend onderhevig zijn aan de potentieel ondermijnende invloed van verstatelijking (te aanwezige overheid), vermarkting (corporaties worden teveel marktpartij en verliezen maatschappelijk belang uit het oog) of vervreemding (corporaties raken onthecht van de samenleving). Mede door dit krachtenveld zijn corporaties vaak niet onderhevig aan de tucht van de overheid, maar ook niet aan de tucht van de markt, waar commerciële partijen nadrukkelijk wel deze tucht van de markt kennen. Ook Huisman (2016) stelt dat het ontbreken van een prikkel een belangrijke belemmerende factor is als gekeken wordt naar implementatie en haalbaarheid van assetmanagement bij corporaties.

Mede als reactie op de uitkomsten van de PEW is er een nieuwe Woningwet (Woningwet, 2015) in werking getreden, waar meer aansluiting wordt gezocht met de markt, onder andere middels invoering van verplichte waardering op marktwaaarde. Daarmee is er nog geen prikkel, al draagt dit wel bij aan een betere vergelijkbaarheid met marktpartijen en schept dit betere mogelijkheden om assetmanagement te implementeren binnen de corporatiesector. Dit zou een aanzet kunnen betekenen om vanuit externe partijen, zoals de wetgever, de publiekrechtelijk toezichthouder, collega-corporaties, gemeenten en/of huurders druk uit te oefenen om efficiënt te opereren.

3.3.1 Verantwoording

In hoofdstuk 3.3 is beschreven dat corporaties niet aan de tucht van de overheid onderhevig zijn. Gezien het maatschappelijk doel wat corporaties dienen is er publiekrechtelijk toezicht. Daarnaast is de rol van gemeenten op het volkshuisvestelijke gebied versterkt met de nieuwe Woningwet. Daarbij hebben ook huurders meer invloed gekregen. De Woningwet (Woningwet, 2015) schetst een kader waarbinnen verantwoording dient te worden afgelegd. Doch geeft deze geen normen ten aanzien van maatschappelijke prestaties en/of rendement. Een gemeente zal bijvoorbeeld vooral kijken naar de maatschappelijke meerwaarde van een investering, ook als deze vanuit financieel perspectief wellicht onverstandig is. Aangezien de baten dan wel aan de gemeente toekomen en de lasten niet, is dit logisch. Om op zorgvuldige wijze het gesprek te kunnen voeren met gemeenten en huurders is het dus noodzakelijk om een goed afwegingskader te hebben als corporatie! Hier zijn ook handvatten voor. Zo zou bij het debat tussen vastgoedkamer en maatschappelijke kamer dit een onderwerp moeten zijn dat standaard op de agenda staat, bij toepassing van het DrieKamerModel.

In hoofdstuk 2.2 is aangegeven dat de sector er financieel goed voor staat. Er is vanuit financieel perspectief dan ook niet direct noodzaak om efficiënt te opereren. De publiekrechtelijk toezichthouder zou hier wel op kunnen toezien. De Aw houdt wel governance toezicht, waarbij wordt beoordeeld hoe corporaties hun kernprocessen organiseren. Deze ziet echter niet toe op individuele beslissingen.

De externe toezichthouder zal daarnaast interveniëren indien de corporatie in financiële problemen komt of dreigt te komen, echter gebeurt dit pas als de corporatie door de harde ondergrens zakt. In veel gevallen zijn de problemen dan al eerder veroorzaakt.

Tevens houdt de Aw toezicht op het behoud van het maatschappelijk gebonden vermogen, waarbij ook gekeken wordt naar bijvoorbeeld de kosten ten aanzien van onderhoud en beheer in relatie tot benchmarkgegevens van andere corporaties. Dit is echter beperkt toepasbaar op individuele investeringen. Assetmanagement bij corporaties kan in combinatie met de maatschappelijke opgave relatief veel subjectieve kaders hebben als gevolg van beleidsmatige keuzes waardoor rendementsafwegingen toch anders komen te liggen, zoals bijvoorbeeld kwaliteitsbeleid of huurbeleid. Keuzes zijn dan veelal niet te herleiden tot rendementsafwegingen. Dit vraagt om een goed afgewogen kader.

Geconcludeerd kan worden dat er, in tegenstelling tot marktpartijen, geen dwingende prikkel bestaat om efficiënt te opereren, en dus assetmanagement in te voeren. Ondanks het ontbreken van een dwingende prikkel zijn er op institutioneel niveau wel degelijk incentives aanwezig om assetmanagement te professionaliseren voor de sector. Ook om op transparante wijze keuzes en afwegingen te kunnen maken, zowel intern als extern, is er wel degelijk een belang voor het voeren van assetmanagement.

3.3.2 Hybride organisatie

De PEW (Vliet, 2014) stelt dat bij corporaties de governance bovenmatig complex is. Het zijn hybride organisaties met een brede taakomschrijving die opereren op het grensvlak tussen overheid, markt en samenleving. Dit heeft voordelen, maar heeft ook tot gevolg dat er onduidelijkheid bestaat over wat de taken van woningcorporaties nu precies zijn en wie er verantwoordelijk is voor de goede vervulling van deze taken. Het opereren in een deels private als publieke omgeving brengt ook

hybride doelstellingen met zich mee. Corporaties dienen enerzijds financieel gezond te zijn en anderzijds hun maatschappelijke taak waar te maken.

Commerciële partijen hebben deze hybriditeit niet. Zij kunnen zich focussen op het maximaliseren van het rendement. Door dit verschil in doelstellingen is de functie van assetmanagement ook anders. Bij beiden is assetmanagement een optimalisatievraagstuk. Bij commerciële partijen is dat de optimalisatie van rendement. De verschillen doelstellingen bij een corporatie kunnen, en zullen in de regel, conflicteren. Het optimaal samenbrengen van deze doelstellingen is dan de kern van succesvol assetmanagement.

3.4 DAEB en niet-DAEB

In hoofdstuk 3.3 zijn verschillen genoemd met commerciële partijen die tegelijkertijd de noodzaak van assetmanagement verminderen. Voor een zuiver onderscheid is het daarbij van belang om ook de verschillende typen bezit mee te nemen in de overweging. Alhoewel de focus van corporaties vooral op het DAEB segment is gericht, hebben veel corporaties ook een aantal niet-DAEB eenheden in bezit. Het niet-DAEB van een corporatie is beperkt van omvang (op sectorniveau 139.600 woningen ten opzichte van 2,3 miljoen DAEB (Autoriteit woningcorporaties, 2017)) en kent meer raakvlakken met de markt. Ook al zal niet in alle gevallen winstmaximalisatie voor de niet-DAEB het uitgangspunt zijn - ook het huisvesten van middeninkomens of andere overwegingen kunnen een rol spelen - in de regel zal hier toch meer marktconform worden gehandeld dan bij de DAEB-tak het geval zal zijn.

Het zijn dan ook de corporaties met een relatief grote opgave of grote niet-DAEB portefeuille die meer noodzaak zullen hebben om assetmanagement op professionele wijze te implementeren.

3.5 Deelconclusie verschillen commerciële partijen en corporaties

Er is een aantal verschillen tussen corporaties en commerciële partijen dat essentieel is voor de toepasbaarheid van het assetmanagement van commerciële partijen bij corporaties.

Deze verschillen zien toe op:

- de integraliteit van rollen voor corporaties;
- de tucht van de markt;
- de eigen vermogensverschaffing;
- de hybriditeit en dus doelstellingen van corporaties.

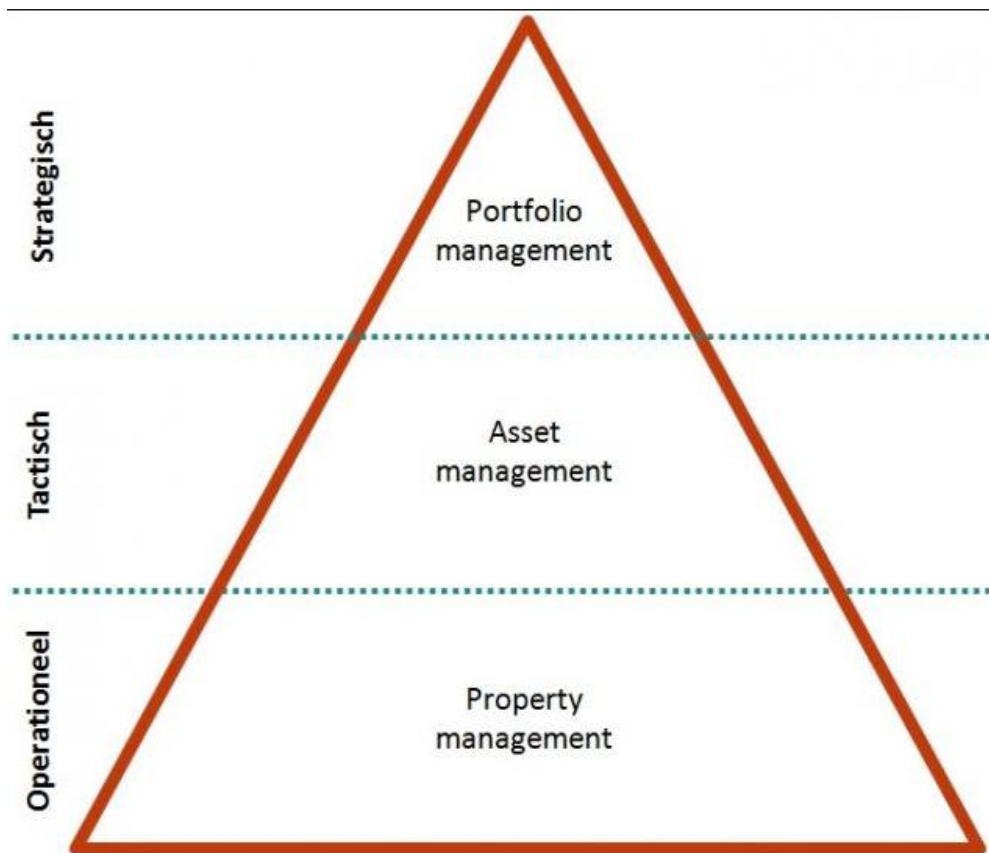
De beperkte noodzaak van assetmanagement en hybriditeit van doelstellingen gelden in mindere mate voor de niet-DAEB-tak van corporaties. Via verantwoording aan gemeenten, huurders en de publiekrechtelijk toezichthouder zijn er op institutioneel niveau wel incentives voor professionele vastgoedsturing. Een belangrijk aspect dat in het assetmanagement een plek moet krijgen is de maatschappelijke doelstelling van corporaties en de afweging tussen financiële en maatschappelijke doelstellingen. Het samenbrengen van deze doelstellingen is daarbij de kern van succesvol assetmanagement.

4 Vastgoedsturing

In hoofdstuk 2 is stilgestaan bij de achtergrond van marktwaarde in de corporatiesector en de introductie van beleidswaarde. In hoofdstuk 3 zijn de verschillen benoemd tussen commerciële partijen en corporaties. In dit hoofdstuk wordt vastgoedsturing nader bekeken. Vastgoedsturing is een essentieel onderdeel van de belangrijkste taak van corporaties: het verhuren van woningen.

4.1 Niveaus van vastgoedsturing

Keeris (2001) maakt onderscheid in een drietal niveaus bij vastgoedsturing:



figuur 7, niveaus van vastgoedsturing (Keeris, 2001)

Portfoliomanagement bevindt zich op het strategische niveau. Hier worden de omvang, samenstelling, geografische spreiding en doelgroep van de portefeuille bepaald.

Assetmanagement is de tactische laag. Hier vindt performanceanalyse plaats van projecten, worden keuzes gemaakt tussen aanhouden of afstoten, worden bouwtechnische ingrepen alsmede acquisities bepaald.

Op het niveau van propertymanagement vinden de operationele zaken plaats zoals het uitvoeren van onderhoud en huurincasso.

Segers (2015) stelt dat de belangrijkste doel van vastgoedsturing transparantie en efficiency zijn. *Transparantie* wordt daarbij gedefinieerd als het (controleerbaar) hebben van inzicht in de prestatie van de corporatie. In het bijzonder in de maatschappelijke prestaties en de daarmee samenhangende kosten van een corporatie.

Er is sprake van efficiënt handelen indien een zo hoog mogelijk resultaat wordt behaald met zo min mogelijk verspilling van de beschikbaar middelen (financieel, maar ook qua personeel etc.).

Bij assetmanagement staat de beoordeling van projecten centraal. Op basis van analyses worden keuzes gemaakt en beslissingen genomen over de aanpak van complexen. In dit onderzoek staat de rol centraal die marktwaarde en beleidswaarde kunnen spelen in de vastgoedsturing. Op portefeuilleniveau worden belangrijke keuzes gemaakt ten aanzien van strategisch en financiële, realiseerbare kaders. Hierin worden randvoorwaarden en doelstellingen geformuleerd waaraan de assetmanager moet voldoen. Op assetmanagement niveau speelt met name het optimalisatievraagstukken tussen complexen. Op het niveau van propertymanagement wordt voornamelijk uitvoering gegeven aan exploitatie op basis van randvoorwaarden die op het tactische niveau zijn vastgelegd. Derhalve is assetmanagement binnen de gehele keten van vastgoedsturing het belangrijke aanknopingspunt om verder te kijken naar de rol die marktwaarde en beleidswaarde kunnen vervullen. Alvorens stil te staan bij assetmanagement is het noodzakelijk om een goede afbakening te vinden met portfoliomanagement. Portfoliomanagement vindt plaats op het strategische niveau. Deze is randvoorwaardelijk voor assetmanagement.

In hoofdstuk 4.1.1 wordt hier nader bij stilgestaan.

4.1.1 Portfoliomanagement

Portfoliomanagement vindt plaats op het strategische niveau. Hier worden omvang, samenstelling, geografische spreiding en doelgroep van de portefeuille bepaald. Dit komt veelal tot uitdrukking bij corporaties in het strategisch portefeuillebeleid.

De volgende aspecten komen tot uitdrukking in het strategisch voorraadbeleid volgens Van den Broeke (1998) en Nieboer (2009):

- Specificatie van de beleidsdoelen;
- Integrale benadering;
- Integratie van beleid: onderdelen zoals huur- en onderhoudsniveau worden op elkaar afgestemd;
- Marktgericht: inspeland op dynamiek van de woningvoorraad;
- Systematische besluitvorming: beleidsopties worden gekozen vanuit een duidelijk en navolgbaar proces (transparant).

Om genoemde systematische besluitvorming te kunnen bewerkstelligen dient er een beoordelingskader te zijn ontwikkeld waarin verschillende facetten van beleid worden gewogen. De afweging tussen het maatschappelijke en economische belang komt hier samen. Een duidelijk beeld van de potentie (markt) en de opportunity cost van de verschillende opties is daarbij noodzakelijk. Markt- en beleidswaarde kunnen hier een rol in spelen.

Het aldus geformuleerde strategische voorraadbeleid dient vervolgens te worden vertaald in een beleid op complexniveau (tactisch). Hiertoe zijn diverse procesmodellen ontwikkeld. Bij veel

corporaties wordt op dit moment de beleidsachtbaan van Van Os (2008) gebruikt. Deze borduurt voort op het vastgoedprocesmodel van Van den Broeke (1998). Deze worden nader beschreven in hoofdstuk 4.2.

4.2 Strategische beleid- en besluitvormingsprocessen

4.2.1 PDCA-cyclus

Elke organisatie kent beleidsontwikkeling- en besluitvormingsprocessen. Veelal kennen deze processen een logische structuur. Een veelgebruikt instrument is de PDCA-cyclus, ook wel bekend onder de naam Demingcirkel (Deming, 2015). In het kort omvat dit model de volgende vier stappen:

- Plan: bedenken van een visie, definiëren van (SMART) KPI's, normen en doelen
- Do: Het daadwerkelijk uitvoeren van het geplande
- Check: tussentijds monitoren van de voortgang van het geplande
- Act: waar nodig de planning, normering en KPI bijstellen of de uitvoering ervan.

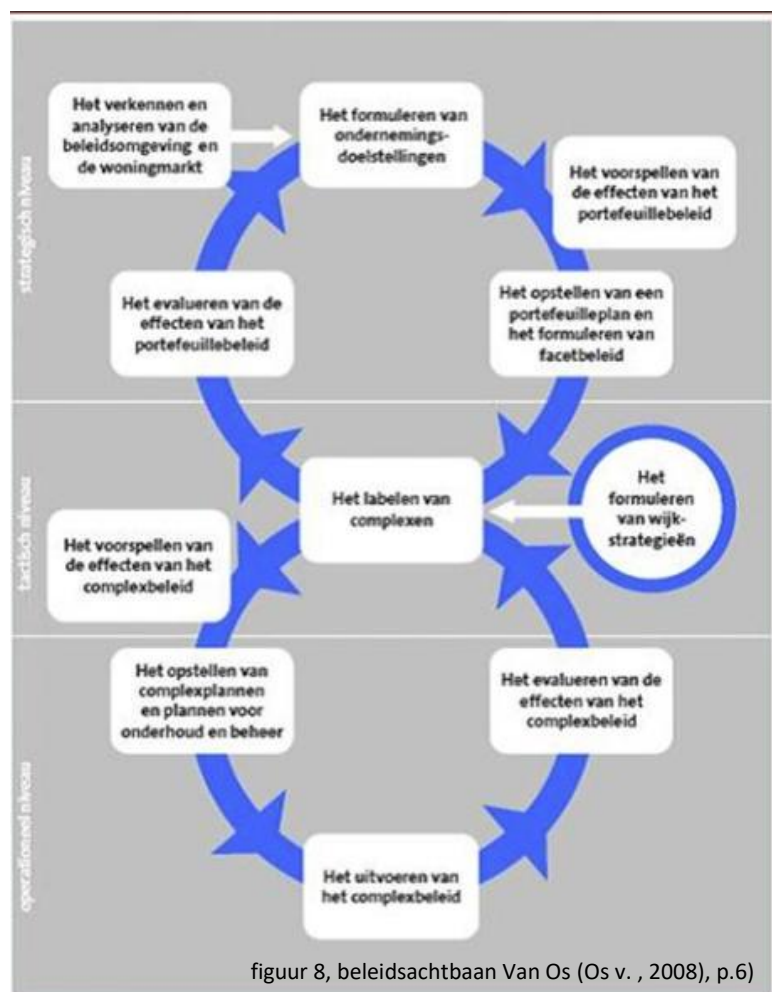
Bij goede uitvoering van de PDCA-cyclus is de organisatie in staat om wat bedacht wordt uit te voeren, te monitoren en bij te stellen.

De beleidsachtbaan van Van Os (2008) maakt gebruik van de PDCA cyclus om te komen tot een procesmodel voor corporaties ten behoeve van de vastgoedsturing. Dit wordt nader beschreven in hoofdstuk 4.2.2.

4.2.2 Beleidsachtbaan Van Os

Op basis van de in hoofdstuk 4.2.1 beschreven PDCA-cyclus heeft Van Os (2008) een procesmodel ontwikkeld dat uitgaat van de onderlinge beïnvloeding van de dubbele beleidscirkels. De beleidsachtbaan is voor een belangrijk deel ontleend aan het vastgoedprocesmodel van Van den Broeke (1998). Dit model komt in hoofdstuk 4.2.3 verder aan bod.

In de beleidsachtbaan wordt inzichtelijk gemaakt dat beïnvloeding van beleid kan voortkomen uit alle lagen van de organisatie. Dit kunnen zowel verschuivingen zijn in de beleidsomgeving als bijvoorbeeld het onvoldoende presteren van individuele woningcomplexen.



figuur 8, beleidsachtbaan Van Os (Os v. , 2008), p.6)

In beide beleidscirkels komt de PDCA cyclus terug:

- Verkenning van de omgeving (op niveau woningmarkt of wijken en buurten)
- Plan: Formuleren van doelstellingen (strategisch dan wel kaderstelling voor complexen)
- Do: Opstellen plannen (portefeuilleplan, complexplannen), uitvoeren complexbeleid
- Check: evalueren van de effecten van het portefeuille- en complexbeleid
- Act: waar nodig bijstellen van doelstellingen.

Tevens komt de managementtriade zoals beschreven in hoofdstuk 4.1 terug in de beleidsachtbaan: Op strategisch niveau wordt de gewenste voorraadsamenstelling in kaart gebracht middels het portefeuilleplan. Op tactisch niveau worden complexplannen gemaakt voor de exploitatie van assets en realisatie van investeringsprojecten. Tot slot worden op operationeel niveau de beheer-, verhuur- en de onderhoudsactiviteiten uitgevoerd in lijn met het complexbeleid.

Het proces kent een cyclisch verloop: op basis van veranderingen, die overal vandaan kunnen komen, kan het beleid worden aangepast.

4.2.3 Vastgoedprocesmodel Van den Broeke

In het vastgoedprocesmodel van Van den Broeke (1998) worden een vijftal verschillende fasen onderscheiden:

- fase I Inventarisatie en beleidsdiscussie;
- fase II Segmentering bezit, portfolio-analyse, ontwikkeling beleidsrichting;
- fase III Verdieping inzicht en ontwikkeling clusterplannen;
- fase IV Toetsing clusterplannen en waar nodig bijstelling;
- fase V Implementatie, monitoring en waar nodig bijstelling en actualisering.

Het procesmodel van Van den Broeke kent overeenkomsten met de beleidsachtbaan Van Os. In beide modellen wordt op basis van een inventarisatie (omgevingsfactoren) een strategie geformuleerd en speelt de wisselwerking tussen de verschillende managementniveaus een rol. Het vastgoedprocesmodel van Van den Broeke focust zich echter vooral op de activiteiten die dienen plaats te vinden voor een ordentelijk proces en de informatiebehoefte daarbij.

De beleidsachtbaan van Van Os legt meer de nadruk op de aansturing naar de verschillende lagen en de relatie met de jaarlijkse P&C cyclus van een corporatie.

Segers (2015) stelt dat bij beide procesmodellen een tweetal aspecten minder aan bod komen, die relevant zijn voor het verdere onderzoek:

- De aandacht voor sturing op basis van financieel rendement.
Er ontbreekt een duidelijk kader en er ontbreekt een externe toets (zoals bijvoorbeeld benchmarking) om efficiency te kunnen beoordelen;
- Het aanbrengen van een transparante scheiding tussen marktconform rendement en anderzijds het realiseren van de maatschappelijke doelen komt in de modellen niet expliciet terug.

Bij het tweede aspect is daarbij ook van belang dat de weging in de besluitvorming helder is.

Het DrieKamerModel geeft handvatten op beide aspecten. Hier wordt in hoofdstuk 4.2.4 verder op ingegaan.

4.2.4 DrieKamerModel

Het DrieKamermodel is een model dat is ontwikkeld door Ortec Finance (2016). Het model is een sturingsconcept voor corporaties op strategisch niveau. Het model kent als belangrijkste pijlers drie basisprincipes: effectiviteit, efficiëntie en financiële continuïteit.

Elk principe is ondergebracht in een aparte kamer, waarbij de onderlinge samenhang en bijbehorende interactie optimaal tot hun recht kunnen komen (integraliteit).

De *Maatschappelijke kamer* heeft als kerndoel de effectieve en doelmatige inzet van geld inzichtelijk te maken. Corporaties zijn maatschappelijke organisaties en verantwoording over de effectieve en doelmatig inzet van de middelen is daarbij steeds belangrijker. De vermogenskamer kent maatschappelijk budget toe aan de maatschappelijke kamer. Dit budget kan worden aangewend voor maatschappelijke taken zoals huurkorting (ten opzichte van de mogelijke huur/markthuur), beheer, onderhoud, investeringen of ook leefbaarheid. Een groot deel van de budget zal in de praktijk vastgoedgerelateerd zijn en dus grote verwevenheid hebben met de vastgoedkamer.

De *Vastgoedkamer* heeft als kerndoel het op een zo efficiënt mogelijke wijze exploiteren van het vastgoed, met andere woorden marktconform. Het doel is om een marktconform rendement (zowel indirect als direct) te behalen op de exploitatie van de assets. Theoretisch is dit mogelijk door eventuele huurkorting en niet marktconforme beheer- en onderhoudsactiviteiten toe te rekenen aan de Maatschappelijke kamer. De vastgoedkamer keert uiteindelijk het rendement als dividend uit aan de vermogenskamer.

De *Vermogenskamer* heeft als kerndoel het behoud van de financiële continuïteit van de corporatie. Hierbij wordt gestuurd op de ontwikkeling van het eigen vermogen en de kasstromen van de organisatie. Het vanuit de Vastgoedkamer ontvangen rendement kan worden gebruikt voor betaling van de rente over het vreemd vermogen en betaling van overhead. Wat resteert kan worden ingezet als maatschappelijk budget of worden toegevoegd aan het eigen vermogen.

Corporaties hebben geen winstoogmerk. Wat resteert wordt dan ook in beginsel aan het maatschappelijk budget toegevoegd. Dit is een cruciaal onderscheid met commerciële partijen. Bij commerciële partijen is het vermogen (eigen en vreemd) kaderstellend voor het portefeuillemanagement. De aandeelhouders staan daar hiërarchisch boven het portefeuillemanagement. De corporatie beschikt over haar eigen vermogen en de mogelijkheden om vreemd vermogen aan te trekken. Binnen zekere grenzen kan de corporatie er desgewenst voor kiezen om in te teren op haar eigen vermogen of haar leverage te verhogen dan wel te verlagen. Dit heeft tot gevolg dat de functie van vermogensverschaffing bij corporaties ondergeschikt is aan het strategisch management en dus stuurbaar (Ortec Finance, 2016).

Dit heeft gevolgen voor de wijze waarop sturing wordt gegeven aan het vastgoed. Hier is reeds op ingegaan in hoofdstuk 3.

De kamers zijn sterk met elkaar verbonden. Dit is schematisch in kaart gebracht in figuur 9.

Om deze samenhang te borgen is het essentieel om de uitwerking van het DrieKamerModel vast te stellen in een (meerjarig) strategisch beleidsplan. Het bestuur van de organisatie is verantwoordelijk voor dit integrale beleidsplan zodat er een consistent, transparant en toetsbaar beleid ontstaat. De bestuurskamer wordt ook wel de vierde kamer genoemd. De Bestuurskamer heeft daarbij als doelstelling het formuleren van de



Figuur 9 Ortec Finance, bewerking Huisman 2016)

strategische kaders, doelstellingen en randvoorwaarden waarbinnen de afzonderlijke kamers hun werk moeten doen. Het DrieKamerModel is vooral gefocust op kasstromen. Het toevoegen van een expliciete afweging in waardetermen aan het DrieKamerModel kan op basis van de theorie als verlengstuk dienen voor de aansluiting tussen de waardebegrippen marktwaarde en beleidswaarde en de kasstroombenadering waarop het DrieKamerModel is gestoeld. De marktwaarde wordt dan gebruikt in de vastgoedkamer, het eigen vermogen op beleidswaarde in de vermogenskamer en het verschil tussen markt- en beleidswaarde kan als maat dienen voor het economisch offer en gebruikt worden in de maatschappelijke kamer.

Op basis van bovenstaande hebben we inzicht gekregen in vastgoedsturing van corporaties en het strategisch element daarin. Nu is het goed om stil te staan bij assetmanagement en de rol van assetmanagement binnen de organisatie. Hier wordt nader bij stilgestaan in hoofdstuk 4.3.

4.3 Assetmanagement

Assetmanagement maakt de vertaling van het portfolio management naar beleid op complex- en vastgoedobjectniveau. Waar het portfoliomanagement zich richt op een strategie voor de totale onderneming, richt assetmanagement zich op de optimale strategie per object. Op strategisch niveau zijn kaders vastgesteld voor beschikbaarheid, betaalbaarheid, kwaliteit en duurzaamheid.

Het optimaliseren van het rendement over de exploitatieperiode van de betreffende portefeuille en het maximaliseren van de waardeontwikkeling per object is de primaire doelstelling van assetmanagement, aldus Van Driel (2010).

Voor corporaties is assetmanagement ook een optimalisatievraagstuk, al speelt hier ook het maatschappelijk rendement een belangrijke rol. Zoals in hoofdstuk 3 geconcludeerd is het samenbrengen van doestellingen de essentie van assetmanagement bij corporaties.

Om deze doelstelling te verwezenlijken wordt jaarlijks de portefeuille op complexniveau doorgelicht om zodoende de juiste keuzes te maken inzake de exploitatie van het vastgoed. De keuzes die hier worden gemaakt zijn randvoorwaardelijk en kaderstellend voor het propertymanagement. Deze keuzes vormen tezamen het objectbeleid, welke in hoofdstuk 4.3.1 verder worden toegelicht.

4.3.1 Opstellen complexbeleid

Voor het adequaat uitvoeren van assetmanagement wordt, zoals beschreven in de inleiding van

hoofdstuk 4.3 een complexbeleid vastgesteld.

Van Driel (2010) onderscheidt een vijftal fasen bij de totstandkoming van het complexbeleid:

- Inventarisatiefase;
- Analysefase;
- Op- en vaststellen toekomstscenario's;
- Doorrekenen toekomstscenario's;
- Voorstellen en vaststellen complexbeleid.

Om tot een goede analyse te komen dient de aanwezige informatie te worden geïnventariseerd. Elementen die van belang zijn, zijn bijvoorbeeld de kaderstellende uitgangspunten van het portfoliomanagement, waaronder ook externe ontwikkelingen zoals inflatie. Ook is specifieke object- en verhuurinformatie nodig vanuit het propertymanagement zoals huurprijs, leegstand en onderhoudsgegevens.

Om een concurrentieanalyse uit te kunnen voeren is het daarnaast essentieel om marktinformatie te verkrijgen over bijvoorbeeld (ontwikkeling van) verkoopprijzen, nieuwbouwplannen of bestemmingsplannen in de omgeving. Ook zijn economische, politieke en maatschappelijke ontwikkelingen relevant zoals bijvoorbeeld trends (duurzaamheid; langer zelfstandig wonen etc.).

In de analysefase worden bovenstaande ontwikkelingen en informatie gecombineerd tot een analyse op complex- en/of objectniveau. Deze dienen als basis voor het opstellen van mogelijke toekomstscenario's voor de afzonderlijke complexen. Een van de scenario's is daarbij het handhaven van de huidige strategie, normaal gesproken doorexploitatie. Tevens zullen op basis van de analyse opties naar voren komen als renovatie of transformatie, alsmede gerichte upgrading via bijvoorbeeld duurzaamheidsinvesteringen. Daarnaast zal er in de regel ook een scenario zijn waarbij het complex wordt afgestoten (verkoop en/of uitpondscenario).

De scenario's worden vervolgens doorgerekend. Een veel gebruikte wijze is via de DCF (Discounted Cash Flow) methodiek. Hierbij worden alle toekomstige verwachte inkomsten en uitgaven contant gemaakt via een te bepalen disconteringsvoet. In aanvulling daarop is het aan te bevelen een impactanalyse te maken waaruit de impact blijkt van een afwijking van de inputvariabelen, zoals bijvoorbeeld de disconteringsvoet of de huur. Hierbij wordt zowel naar de financiële variabelen gekeken als naar de maatschappelijke. Variabelen uit de maatschappelijke kamer kunnen immers leiden tot andere keuzes dan als er alleen vanuit de vastgoedkamer wordt geredeneerd. Op basis van de uitkomsten van de scenario's kan vervolgens een keuze gemaakt worden van de strategie per object. Deze zijn vervolgens kaderstellend voor het propertymanagement. Hierbij is het dus van belang dat niet vanuit 1 kamer te werk wordt gegaan maar vanuit een integrale benadering afwegingen worden gemaakt.

Los van de rekenkundige uitkomst van de scenario's dienen dus ook de maatschappelijke doelstellingen te worden meegenomen in de beslissing. Sommige elementen hiervan zullen reeds via de berekening tot uiting zijn gekomen (bijvoorbeeld de huur), terwijl andere doelstellingen mogelijk scenario's uitsluiten. Zo kan bijvoorbeeld de doelstelling om een bepaalde omvang beschikbare sociale huurwoningen te hebben, ervoor zorgen dat een verkoop of uitpondscenario niet acceptabel is en dus niet wordt doorgerekend.

5 Deelconclusie theoretisch kader

Corporaties realiseren in de regel geen marktconforme kasstromen, en daarmee de marktwaarde. Een deel van de marktwaarde wordt niet gerealiseerd omdat corporaties hun vastgoed gebruiken voor hun maatschappelijk taak (sociale huisvesting). Zo zijn de huren lager en de kosten hoger ten behoeve van het bedienen van de sociale doelgroep. Dit zorgt voor een lagere kasstroom en dus lagere waarde voor het vastgoed. In de marktwaarde komt slechts een deel van deze maatschappelijke inzet van corporaties tot uiting. Een extra waardebegrip is nodig om deze inzet te duiden. Hiertoe is de beleidswaarde ontwikkeld door Aw en WSW. Deze is nog in ontwikkeling en kent een aantal beperkingen. In de enquête wordt mede gekeken in hoeverre corporaties deze beperkingen ook zien en op welke wijze zij hier rekening mee houden in hun sturing.

Inefficiëntie loopt nu mee in de bepaling van de beleidswaarde. Wel kan het verder analyseren van de verschillen tussen de marktconforme kasstromen en de beleidskasstromen helpen bij het onderkennen van mogelijke inefficiëntie. Institutionele partijen, waaronder de publiekrechtelijke toezichthouder zouden meer kunnen beoordelen op marktconforme exploitatie en efficiëntie. Middels governance inspecties en een gezamenlijk toezichtkader worden hier al eerste stappen in gezet (Autoriteit Woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2018).

Voor de verdere doorontwikkeling van het handboek marktwaarde en de beleidswaarde, mede om de bruikbaarheid voor vastgoedsturing te vergroten, is er wel een aantal verbeteringen mogelijk.

Er is een aantal verschillen tussen corporaties en commerciële partijen. Deze verschillen zien toe op:

- de integraliteit van rollen voor corporaties;
- de tucht van de markt;
- de eigen vermogensverschaffing;
- de hybriditeit en dus doelstellingen van corporaties.

Via verantwoording aan gemeenten, huurders en de publiekrechtelijk toezichthouder zijn er op institutioneel niveau wel incentives voor professionele vastgoedsturing. Een belangrijk aspect wat in het assetmanagement een plek moet krijgen is de maatschappelijke doelstelling van corporaties en de afweging tussen financiële en maatschappelijke doelstellingen. Corporaties dienen enerzijds financieel gezond te zijn en anderzijds haar maatschappelijke taak waar te maken. Deze doelstellingen kunnen conflicteren. Het samenbrengen van deze doelstellingen is dan de kern van succesvol assetmanagement.

Op strategisch niveau kan inzicht in de bedrijfseconomische offers (op asset- of activiteitsniveau) voor de maatschappelijke taakuitvoering bijdragen aan een optimale allocatie van middelen. Met behulp van het DrieKamerModel is hiervoor een praktisch toepasbaar instrument beschikbaar. Het toevoegen van een expliciete afweging in waardetermen aan het DrieKamerModel kan als verlengstuk dienen voor de aansluiting tussen de waardebegrippen marktwaarde en beleidswaarde en de kasstroombenadering waarop het DrieKamerModel is gestoeld. De marktwaarde wordt dan gebruikt in de vastgoedkamer, het eigen vermogen op beleidswaarde in de vermogenskamer en het verschil tussen markt- en beleidswaarde kan als maat dienen voor het economisch offer en gebruikt worden in de maatschappelijke kamer.

Voor de day to day business zal sturing op kasstromen het belangrijkste blijven, op basis van deze toevoeging kan echter op strategisch niveau ook de waarde worden gebruikt voor het bewaken van de continuïteit en beleidskeuzes te maken op basis van zowel kas als waardeterminen. Om een goede afweging te kunnen maken is in ieder geval een eenduidig beeld nodig van de maatschappelijke kosten (opportunity cost) van maatschappelijke keuzes. Vervolgens kan worden beoordeeld of dit offer gerechtvaardigd is gezien de maatschappelijke meerwaarde. Beleidswaarde kan hier in een rol spelen.

In de enquête wordt nader onderzocht in hoeverre corporaties ook op deze wijze van plan zijn markt- en beleidswaarde te hanteren.

6 Onderzoek

In de voorgaande vier hoofdstukken is een theoretisch kader opgesteld waaruit markt- en beleidswaarde kunnen worden gehanteerd binnen assetmanagement en portefeuillesturing. Nu wordt de theorie aan de praktijk getoetst middels een enquête bij een focusgroep van corporaties in Nederland.

In het theoretisch kader is geconcludeerd dat de componenten van beleidswaarde een rol kunnen spelen in het inzichtelijk maken van de maatschappelijke keuzes van corporatie en gebruikt kunnen worden in het assetmanagement. Middels de enquête wordt getoetst in hoeverre dit nu het geval is bij corporaties, en indien dit niet het geval is wat de argumenten zijn waarom dit niet gebeurt.

Gezien de actualiteit van beleidswaarde wordt niet verondersteld dat reeds veel corporaties dit hanteren, daarvoor is het nog te vroeg. De onderleggers van beleidswaarde zijn echter niet nieuw, en verwacht wordt wel dat onderdelen ervan al een plek hebben in het assetmanagement.

6.1 Enquête

De enquête bestaat uit 33 vragen. Hiervan is het overgrote deel (24) multiplechoicevragen. Daarnaast zijn er diverse tekstvragen opgenomen. Een deel van de vragen is afhankelijk van de voorafgaande invulling, waarbij wordt gevraagd naar een toelichting bij een gekozen Ja, Nee of Anders, namelijk.

In bijlage 1 zijn de enquêtevragen opgenomen, alsmede de beantwoording van de focusgroep.

6.1.1 Focusgroep

Voor kwalitatief onderzoek zijn er meerdere mogelijkheden. Er kan bijvoorbeeld worden gekozen voor een breed uitgezette enquête, het raadplegen van een aantal experts of een focusgroep met een enquête te benaderen. Elke methodiek heeft zijn eigen voor- en nadelen. Een breed uitgezette enquête heeft als voordeel dat er een grote groep op gemakkelijke wijze kan worden benaderd. Gezien de actualiteit van markt- en beleidswaarde en dat uit onderzoeken (Segers, 2015) (Huisman, 2016) blijkt dat implementatie van assetmanagement bij een deel van de corporaties nog in de kinderschoenen staat is hier voor niet gekozen, aangezien er een reëel risico bestaat dat geënquêteerden onvoldoende op de hoogte zijn van de aangedragen thema's. Mogelijk bestaat er dan ook een groot niveauverschil tussen de verschillende respondenten ('rijp en groen door elkaar'). Een aantal experts raadplegen heeft dit nadeel niet, maar heeft wel tot gevolg dat het lastig is om onderbouwde uitspraken te doen die verder gaan dan intersubjectiviteit van de betrokken experts. Dit nog los van de diversiteit aan opvattingen die experts kunnen hebben. Door de keuze voor een enquête onder een focusgroep wordt getracht een best of both worlds scenario te creëren. Er worden alleen professionals benaderd van wie wordt verwacht dat ze voldoende op de hoogte zijn van zowel assetmanagement als de ontwikkelingen in het kader van markt- en beleidswaarde. Mede door deze aanpak kunnen ook tekstuele toelichtingvragen in de enquête worden opgenomen, die verder gaan dan de multiplechoicevragen die normaliter bij enquêtes worden gevraagd.

Consequentie van deze keuze is de omvang van de respondenten beperkt is, wat beperkingen geeft aan de interpretatie van de resultaten. Hier wordt in hoofdstuk 6.1.4 en hoofdstuk 8.2 nader op ingegaan. Deze consequentie is aanvaardbaar, gezien de alternatieven en ook omdat dit een

exploratief onderzoek betreft, met als intentie vooral aanbevelingen te doen voor het vervolg, en niet om te komen tot een generiek beeld van de corporatiesector.

Er zijn uiteindelijk 35 corporaties benaderd om deel te nemen aan het onderzoek. Hierbij is een focus gelegd op de grotere corporaties (> 5.000 VHE), omdat uit onderzoek en ervaringscijfers blijkt dat grotere corporaties vaker gebruik maken van een assetmanager en verder zijn met de implementatie van assetmanagement. Dit sluit ook bij de benaderingswijze en conclusies van andere onderzoeken, waaronder Segers (Segers, 2015) en Huisman (Huisman, 2016).

6.1.2 Wijze van benadering

De 35 geselecteerde corporaties zijn in eerste instantie per e-mail benaderd om mee te doen aan het onderzoek. In een begeleidend schrijven is uitleg gegeven over het doel en de meerwaarde van de enquête. Via diverse persoonlijke reminders is vervolgens de respons verhoogd. Uiteindelijk hebben een zestiental corporaties de enquête volledig ingevuld. De omvang van de respons geeft beperkingen aan de generaliseerbaarheid van de enquête, hierbij wordt in hoofdstuk 6.1.4 en hoofdstuk 8.1.2 nader bij stilgestaan. Gezien het exploratieve karakter van dit onderzoek is een beperkte respons niet onoverkomelijk. De uitkomsten geven voldoende richting om aanbevelingen te doen, welke in vervolgonderzoek nader kunnen worden ingevuld.

6.1.3 Vragen enquête

Op basis van het theoretisch en institutioneel kader is geconcludeerd dat marktwaarde- en beleidswaarde een rol kunnen spelen in de vastgoedsturing van corporaties. Gezien de actualiteit van met name beleidswaarde is de verwachting dat veel corporaties beleidswaarde nog niet expliciet onderkennen als sturingsbegrip. De elementen van beleidswaarde zijn echter niet nieuw. Bij de operationalisatie van het onderzoek is derhalve gefocust op deze elementen.

De enquête bestaat uit 33 vragen. Deze zijn verdeeld over een aantal categorieën:

- Algemene vragen, bestaande uit vragen over functie en omvang corporatie;
- Vragen over vastgoedsturing en assetmanagement, waarmee een generiek beeld van de corporatie inzichtelijk wordt over de doelstellingen en kaders en de huidige stand van zaken van het assetmanagement;
- Vragen over de huidige wijze waarop de onderleggers van beleidswaarde en marktwaarde worden gebruikt in het assetmanagement en wat er voor nodig zou zijn om dit wel te gebruiken indien het niet wordt gebruikt. Tevens wordt gevraagd op welke wijze beleidswaarde een plek zou kunnen krijgen in het assetmanagement.

6.1.4 Beperkingen resultaten enquête

Het doel van de enquête is niet om uitspraken te doen over de gehele populatie, daartoe is ook de geselecteerde groep corporaties niet omvangrijk genoeg. Desalniettemin geeft het wel inzicht in mogelijke verbeteringen en aanbevelingen bij de toepassing van markt- en beleidswaarde binnen het assetmanagement. Vanzelfsprekend kan daarmee met dit onderzoek geen uitspraak worden gedaan over de corporatiesector als geheel. Dit is dan ook niet de doelstelling van het onderzoek.

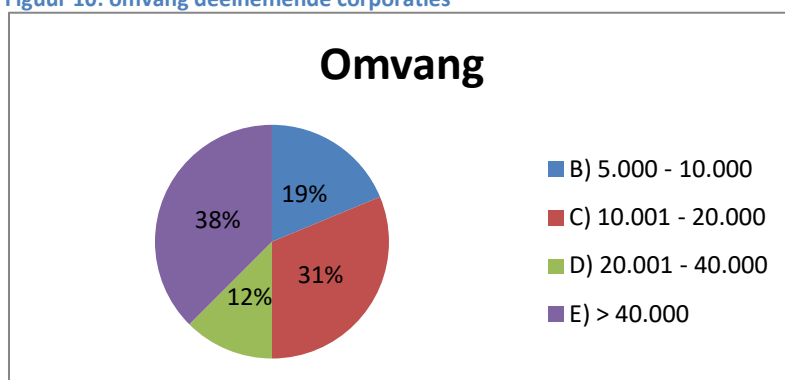
7 Analyse

De uitkomsten van de enquête worden in hoofdstuk 7.1 gepresenteerd. Vervolgens worden op basis van deze uitkomsten de resultaten gepresenteerd in hoofdstuk 7.2. Daarnaast heeft er een kwantitatieve analyse plaatsgevonden, waarbij wordt geanalyseerd in hoeverre de omvang van de corporatie bepalend is voor invulling van bepaalde vragen. Dit wordt gedaan met de behulp van de chi-kwadraat en de Kruskal-Wallis test. De kwantitatieve analyse wordt in hoofdstuk 7.3 beschreven.

7.1 Uitkomsten enquête

De omvang van de corporaties die hebben gereageerd is voor 81% meer dan 10.000 VHE, daarvan heeft 38% meer dan 40.000 VHE. Geen enkele corporatie met minder dan 5.000 VHE heeft deelgenomen. De deelnemende corporaties zijn dus voornamelijk grotere corporaties.

Figuur 10: omvang deelnemende corporaties



Van de deelnemende corporatiemedewerkers zijn er 7 in dienst als assetmanagers, 5 als portefeuillemanager en een viertal bekleden een andere functie binnen hun organisatie.

7.1.1 Vastgoedsturing en beleid

Alle deelnemende corporaties geven aan een portefeuillebeleid te hebben, waarvan 3 enigszins verouderd (ouder dan 2 jaar), 4 wel actueel, echter zonder vertaling naar concrete beleidsdoelstellingen en 9 met concrete doelstelling en kaders. Dit is meer dan verwacht. Een mogelijke oorzaak is dat als gevolg van de veranderingen door de Woningwet veel corporaties hun beleid hebben herzien, waardoor deze relatief actueel zijn.

Daarbij hebben een tiental corporaties het portefeuillebeleid doorvertaald naar complexbeleid. Hier is grote overlap met de corporaties die hun portefeuillebeleid met concrete doelstellingen en kaders hebben. 8 van de 9 corporaties met concrete doelstellingen in portefeuillebeleid, hebben dit portefeuillebeleid ook doorvertaald naar complexbeleid.

Het overgrote deel van de corporaties (93,75%) geeft aan een investeringsbeleid met kaders te hebben, waarvan 2 corporaties dit op basis van kwalitatieve criteria doen. Alle andere corporaties hebben criteria op basis van de Internal Rate of Return (IRR), waarbij 5 dit aanvullen met bruto aanvangsrendement (BAR) of netto aanvangsrendement (NAR).

Van de corporaties die kaders hebben geeft 73% aan hierbij onderscheid te maken naar het type bezit. Opvallend is dat dit onderscheid heel verschillend wordt gemaakt. Een deel van de corporaties heeft onderscheid gemaakt naar DAEB en niet-DAEB bezit, daarnaast worden ook verschillende huurprijsniveaus, type ingreep, Eengezins- en meergezinswoningen, middel en kleine woningen, locatie, doelgroep (studenten en zorg) en Maatschappelijk Onroerend Goed (MOG) en Bedrijfsmatig Onroerend Goed (BOG) aangegeven als elementen waarin onderscheid wordt gemaakt.

De helft van de corporaties geeft aan de maatschappelijke kosten van keuzes inzichtelijk te maken op basis van kwantitatieve maatstaven. 25% doet dit op basis van kwalitatieve criteria. 25% van de geënquêteerden doet dit in het geheel niet.

7.1.2 Beleidswaarde

75% van de corporaties geeft aan dat beleidswaarde nu of op termijn een nuttige rol kan gaan spelen in assetmanagement. Deze corporaties geven aan dat met name het inzichtelijk maken van het financiële offer een maatstaf is die kan helpen bij de afweging of deze kosten de maatschappelijke baten rechtvaardigen.

De corporaties die aangeven beleidswaarde niet als nuttig instrument te zien in het assetmanagement geven voornamelijk aan dat beleidswaarde volgens de huidige kaders onvolledig berekend wordt. Het risicoprofiel (disconteringsvoet) op marktconform niveau blijft gehandhaafd, terwijl (het beleid van) een corporatie een lager risicoprofiel kent. Dit komt normaliter tot uiting in lagere rendements-/IRR-eisen die corporaties doorgaans stellen voor het eigen bezit. Met alleen beleidswaarde zou dit effect verloren gaan.

Huur

Markthuren worden in 75% van de gevallen gebruikt bij de complexanalyse van het bezit, hiervan is het grootste deel op basis van informatie van een taxateur en marktreferenties of een combinatie daarvan. Alle deelnemende corporaties geven daarbij aan dat ze een streefhuurbeleid hanteren bij de complexanalyse van het bezit, waarvan 93,75% aangeeft deze streefhuur te bepalen op basis van een eigen norm. 75% van de corporaties geeft daarbij aan ook het verschil tussen markt- en streefhuur mee te nemen in de analyse. Zij zien dit als indicatie voor de maatschappelijke bijdrage. Opvallend is wel dat deze 75% niet exact overeenkomt met de corporaties die markthuren gebruiken in de complexanalyse.

Onderhoud

Voor onderhoudskosten is het beeld vergelijkbaar: 68,75% van de deelnemende corporaties gebruikt marktconform onderhoud in de complexanalyse van het bezit. Van deze corporaties gebruikt 81,81% de VEX/VTW norm als uitgangspunt.

62,5% van de corporatie gebruikt een beleidsnorm voor onderhoud. Deze beleidsnorm is een eigen norm of VEX-norm/Aedes benchmark aangevuld met specifieke opslagen.

Daarnaast geeft een aantal geënquêteerden aan dat ze de MJOB als bron gebruiken. Alhoewel de MJOB een belangrijke rol speelt als toetssteen voor de realisatie, was dit niet de essentie van de vraag en dus ook niet beoogde respons. In hoofdstuk 8.2 wordt nader ingegaan op de

betrouwbaarheid en validiteit van het onderzoek. Voor de verwerking van de resultaten zijn deze antwoorden geïnterpreteerd als zijnde een eigen norm.

Opvallend is dat 50% van de deelnemende corporaties aangeeft het verschil tussen markt- en beleidsonderhoud te gebruiken in de complexanalyse van het bezit. Dit is fors lager dan bij huur. Eén van de genoemde argumenten is dat marktconform onderhoud te onbetrouwbaar is om vast te stellen en dat de VEX normen ook niet gerealiseerd worden door commerciële partijen (als proxy voor de markt). De corporaties die hier wel gebruik van maken geven aan dat het verschil met name meerwaarde heeft om keuzes te maken op welke wijze de maatschappelijke bijdrage wordt geleverd.

Beheer

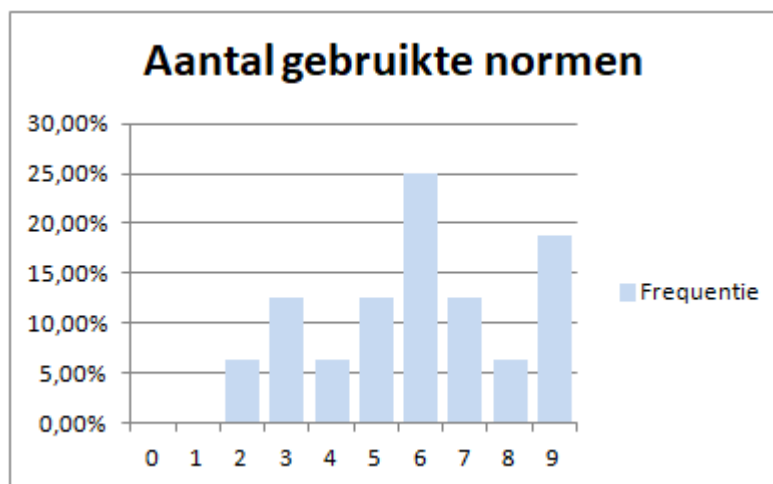
68,75% van de corporaties geeft aan een marktbeheernorm te gebruiken, waarbij er een grote diversiteit is in de bron van de norm. 23% kiest voor het marktwaarde handboek als bron, 23% hanteert een norm op basis van informatie van de taxateur en 31% kiest voor een VEX/VTW norm. De overige 23% kiest voor een eigen norm.

62,5% van de corporaties geeft aan een beleidsnorm voor beheer te gebruiken, waarbij 80% kiest voor een eigen norm. 20% kiest voor een sectornorm, aan de Aedes benchmark (CBC) ontleend.

31% van de corporaties geeft aan het verschil tussen markt en beleidsbeheerskosten te gebruiken. De corporaties die dit hanteren geven aan dat dit inzicht geeft in de maatschappelijke kosten van beheer. Zoals in hoofdstuk 2.3 geschetst zijn ook de kosten van inefficiëntie onderdeel van het verschil, wat de bruikbaarheid vermindert.

Overall beeld

In figuur 11 is de verdeling van de deelnemende corporaties aangegeven naar het aantal gebruikte normen in de complexanalyse. Het maximaal aantal is 9. In dat geval worden voor zowel huur, onderhoud als beheer zowel de markt als een beleidsnorm meegenomen en het verschil. Slechts een beperkt deel (18,75%) van de



Figuur 11: Aantal gebruikte normen

deelnemende corporaties gebruikt alle mogelijke normen.

Met name het verschil tussen de markt- en beleidsnorm wordt in veel gevallen nog niet gebruikt in de complexanalyse. Het is aan te bevelen ook deze delta mee te nemen in de analyse, zodat een zuiverder afweging kan worden gemaakt tussen economische en maatschappelijke motieven.

7.2 Resultaten

In de uitkomsten is geconcludeerd dat corporaties die aangeven beleidswaarde niet als nuttig instrument te zien in het assetmanagement, vinden dat beleidswaarde volgens de huidige kaders onvolledig berekend wordt. Het risicoprofiel (disconteringsvoet) op marktconform niveau blijft

gehandhaafd, terwijl (het beleid van) een corporatie een lager risicoprofiel kent. Dit komt normaliter tot uiting in lagere rendements-/IRR-eisen die corporaties doorgaans stellen voor het eigen bezit. Met alleen beleidswaarde zou dit effect verloren gaan.

Deze constatering komt overeen met de bevindingen uit het literatuuronderzoek. De disconteringsvoet is een uiting van het risico, dat afneemt als gevolg van de lagere huurniveaus en hogere onderhoudsniveaus die worden gebruikt bij de berekening van de beleidswaarde. In de huidige berekening van de beleidswaarde wordt wel het rendement verlaagd, maar wordt het risico gelijk gehouden. Zoals ook in hoofdstuk 2.5 geschetst is dit een beperking in het gebruik van beleidswaarde. Uit onderzoek blijkt dat de Sharpe ratio (rendement/risico verhouding gecorrigeerd voor rentevrije voet) van gereguleerde woningen zelfs beter uitpakt dan die van vrije sector woningen (Schilden, 2017).

Het is aan te bevelen dat ook een disconteringseffect wordt meegenomen in beleidswaarde. Dit is een complexe analyse, waar diverse overwegingen een rol spelen:

- Verschil huurprijs ontstaat pas bij mutatie
In de berekeningswijze van de marktwaarde wordt op het peilmoment rekening gehouden met de op dat moment geldende huur, welke na mutatie wordt opgetrokken naar de markthuur. In de beleidswaarde wordt deze na mutatie naar streefhuur opgetrokken. Het verschil treedt dus pas op bij mutatie, terwijl de disconteringsvoet de gehele looptijd beslaat. Mede afhankelijk van de mutatiegraad zal het effect dus vooral in de latere jaren optreden. In de berekening van de marktwaarde volgens het waarderingshandboek (Fakton, 2017) wordt overigens nu al rekening gehouden met een verschil in disconteringsvoet tussen doorexplotatie en uitpond scenario.
- Impact van discontering op de berekening
De gekozen disconteringsvoet heeft een grote impact op de berekening. Er bestaat een kans dat bij het verlagen van de disconteringsvoet de beleidswaarde juist hoger wordt dan de marktwaarde of hier heel dichtbij ligt. Dit geeft de vreemde situatie dat lagere huren of hogere kosten juist tot een stijging van waarde zouden leiden. Daarbij komt dat ook het verschil tussen beleidswaarde en marktwaarde een plek kan krijgen als maatstaf voor het maatschappelijk offer, wat dan veel lastiger wordt om te interpreteren.
Anderzijds kan een beperkte aanpassing van de disconteringsvoet het gevoel geven dat het verlaagde risico onvoldoende in de berekening tot uiting komt (disconteringsvoet sluit niet langer aan op gepercipieerde risico).

Het uitwerken van een betrouwbaar disconteringseffect kan onderwerp zijn van vervolgonderzoek. In hoofdstuk 8 wordt hier verder op ingegaan.

7.3 Nadere kwantitatieve analyse van de enquêteresultaten

In de enquête zijn een aantal multiplechoice vragen gesteld en een aantal puur kwalitatieve (tekstuele) vragen. Een belangrijk deel van de multiplechoicevragen kent een binair karakter, waardoor het kwantitatieve deel van de analyse beperkt is. Er zijn echter wel nominale en ordinale variabelen welke gebruikt kunnen worden voor statistische analyses. Met name de omvang van de corporatie kan een verklarende variabele zijn voor geconstateerde verschillen tussen corporaties.

Deze verschillen zijn onderzocht op basis van een tweetal statistische analyses die hieronder nader zijn beschreven. Aangezien vrijwel uitsluitend nominale en ordinale variabelen worden gebruikt, kan er alleen gebruik worden gemaakt van niet-parametrische toetsen.

Chi-kwadraat toets

Bij de chi-kwadraat toets wordt gekeken of er samenhang bestaat tussen twee variabelen, bijvoorbeeld of grotere corporaties significant vaker gebruik maken van de verschillende normen. In de analyse zijn alle combinaties nader bekeken. De variabelen waar geen significantie is aangetroffen worden verder niet beschreven. In een tweetal gevallen laat de toets een significante uitkomst zien.

De omvang van de corporatie is significant in relatie tot het gebruikmaken van marktconforme huren in de complexanalyse van het bezit ($\chi^2 = 11,733$, $p < 0,05$). Grotere corporaties gebruiken significant vaker marktconforme huren in de analyse van het bezit dan kleinere. Dit past bij de in het theoretisch kader uitgesproken verwachting dat grotere corporaties verder zijn met de implementatie van assetmanagement. De functie van beleidswaarde is ook significant ($\chi^2 = 8.89$, $p < 0,05$). Grotere corporaties geven significant vaker aan dat beleidswaarde geen rol kan gaan spelen in het assetmanagement. Op hun inhoudelijke reactie waarom dit het geval is wordt verder ingegaan bij de aanbevelingen.

Kruskal-Wallis test

Daarnaast is een Kruskal-Wallis test uitgevoerd op een aantal variabelen ten opzichte van de omvang van de corporatie. De Kruskal-Wallis test heeft als voordeel over de Mann Whitney U, Wilcoxon rank sum test dat er met meerdere groepen tegelijk rekening kan worden gehouden (Marquard & Ronteltap, 2016). Dit is het geval bij de omvang van corporaties.

Ook hier wordt een significant verschil gevonden naar grootte bij het gebruik van marktconforme huren ($\chi^2 = 7.806$, $p < 0,05$). Ook de mogelijke functie van beleidswaarde in assetmanagement is hier significant ($\chi^2 = 6.452$, $p < 0,05$). Verder komen hier geen statistisch significante waarden uit naar voren.

8 Aanbevelingen en conclusies

In dit hoofdstuk wordt de hoofdvraag beantwoord. In hoofdstuk 8.1 worden de in de onderzoeksopzet opgenomen deelvragen beantwoordt. Tevens zal er worden ingegaan op de beperkingen van het onderzoek in hoofdstuk 8.2 en mogelijk vervolgonderzoek in hoofdstuk 8.3. Tot slot wordt een nawoord gegeven over de ervaringen bij het schrijven van de scriptie in hoofdstuk 8.4.

Hoofdvraag: Op welke wijze kan vastgoedsturing op beleids- en marktwaarde zinvol bijdragen aan de maatschappelijke doelstelling van corporaties?

Uit de beantwoording van de deelvragen blijkt dat er zeker mogelijkheden zijn om vastgoedsturing met behulp van markt- en beleidswaarde te verbeteren.

Een deel van de corporaties gebruikt nog niet alle componenten van beleidswaarde in hun vastgoedsturing. Aanbevolen wordt dit wel te doen. Met name het verschil tussen de markt- en beleidsnormen is in veel gevallen nog niet structureel ingebed.

Het DrieKamerModel, of een variant erop kan als denk- en sturingsmodel helpen om vastgoedsturing naar een hoger niveau te tillen. Het toevoegen van een expliciete afweging in waardetermen aan het DrieKamerModel kan als verlengstuk dienen voor de aansluiting tussen de waardebegrippen marktwaarde en beleidswaarde en de kasstroombenadering waarop het DrieKamerModel is gestoeld. De marktwaarde wordt dan gebruikt in de vastgoedkamer, het eigen vermogen op beleidswaarde in de vermogenskamer en het verschil tussen markt- en beleidswaarde kan als maat dienen voor het economisch offer en gebruikt worden in de maatschappelijke kamer.

Als mogelijke versterking van de functie van zowel marktwaarde als beleidswaarde in de vastgoedsturing worden een aantal aanbevelingen gedaan:

Aanbevolen wordt te onderzoeken op welke wijze de disconteringsvoet kan worden aangepast om het lagere risicoprofiel bij doorexplotatie mee te nemen.

Aanbevolen wordt de vrijheidsgraden opnieuw te bezien op basis van impact op de berekening van de beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage. Aanbevolen wordt daarbij om de exit-yield als vrijheidsgraad in het doorexplotatiescenario te laten vervallen.

Aanbevolen wordt om binnen de sector te komen tot een eenduidig gebruik van de complexindeling. Eventueel kan deze ook meer worden afgedwongen via het waarderingshandboek, de toezichthouder, accountant of taxateur.

In de bepaling van de beleidswaarde is het wenselijk om in de waterval onderscheid te maken tussen het effect van streefhuren en het effect van verhuurderheffing, waarbij het effect van de verhuurderheffing niet meetelt in de bepaling van de maatschappelijke bijdrage. Ook is het wenselijk als bij beleidswaarde de ruimte wordt gegeven om het huurstijgingspercentage naar beneden bij de stellen.

8.1 Beantwoording deelvragen

1. *Wat is de achtergrond van de keuze voor marktwaarde en op welke wijze kan sturing op marktwaarde en beleidswaarde volgens de literatuur bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelstellingen?*

De bruteringsoperatie in 1995 laat een duidelijke trendbreuk in de ontwikkeling van de sector zien. Corporaties waren tot die tijd sterk gereguleerd. Na de bruteringsoperatie werden zij financieel zelfstandig. Diverse schandalen leidden tot een herziene Woningwet. Onderdeel van deze woningwet is de overgang naar waardering op marktwaarde. Corporaties realiseren in de regel geen marktconforme kasstromen, en daarmee de marktwaarde. Een deel van de marktwaarde wordt niet gerealiseerd omdat corporaties hun vastgoed gebruiken voor hun maatschappelijk taak (sociale huisvesting). Zo zijn de huren lager en de kosten hoger ten behoeve van het bedienen van de sociale doelgroep. Dit zorgt voor een lagere kasstroom en dus lagere waarde voor het vastgoed. In de marktwaarde komt slechts een deel van deze maatschappelijke inzet van corporaties tot uiting. De beleidswaarde is een middel om deze inzet beter inzichtelijk te maken. Het verschil tussen de markt- en beleidswaarde is dan de maatschappelijke bijdrage.

Op strategisch niveau kan inzicht in deze offers (op asset- of activiteitsniveau) bijdragen aan een optimale allocatie van middelen. Met behulp van het DrieKamerModel is hiervoor een praktisch toepasbaar instrument beschikbaar. Het toevoegen van een expliciete afweging in waardetermen aan het DrieKamerModel kan als verlengstuk dienen voor de aansluiting tussen de waardebegrippen marktwaarde en beleidswaarde en de kasstroombenadering waarop het DrieKamerModel is gestoeld.

Voor de day to day business zal sturing op kasstromen het belangrijkste blijven, op basis van deze toevoeging kan echter op strategisch niveau ook de waarde worden gebruikt voor het bewaken van de continuïteit en om beleidskeuzes te maken op basis van zowel kas als waardetermen. Om een goede afweging te kunnen maken is in ieder geval een eenduidig beeld nodig van de maatschappelijke kosten (opportunity cost) van de gemaakte keuzes. Vervolgens kan worden beoordeeld of dit offer gerechtvaardigd is gezien de maatschappelijke meerwaarde. Beleidswaarde en de maatschappelijke bijdrage kunnen hier een rol in spelen.

2. *Welke verschillen zijn er tussen commerciële partijen en corporaties en wat zijn hiervan de consequenties voor de vastgoedsturing van corporaties?*

Er is een aantal verschillen tussen corporaties en commerciële partijen dat essentieel is voor de toepasbaarheid van het assetmanagement van commerciële partijen bij corporaties.

Deze verschillen zien toe op:

- de integraliteit van rollen voor corporaties;
- de tucht van de markt;
- de eigen vermogensverschaffing;
- de hybriditeit en dus doelstellingen van corporaties.

De beperkte noodzaak van assetmanagement en hybriditeit van doelstellingen gelden in mindere mate voor de niet-DAEB-tak van corporaties. Via verantwoording aan gemeenten, huurders en de

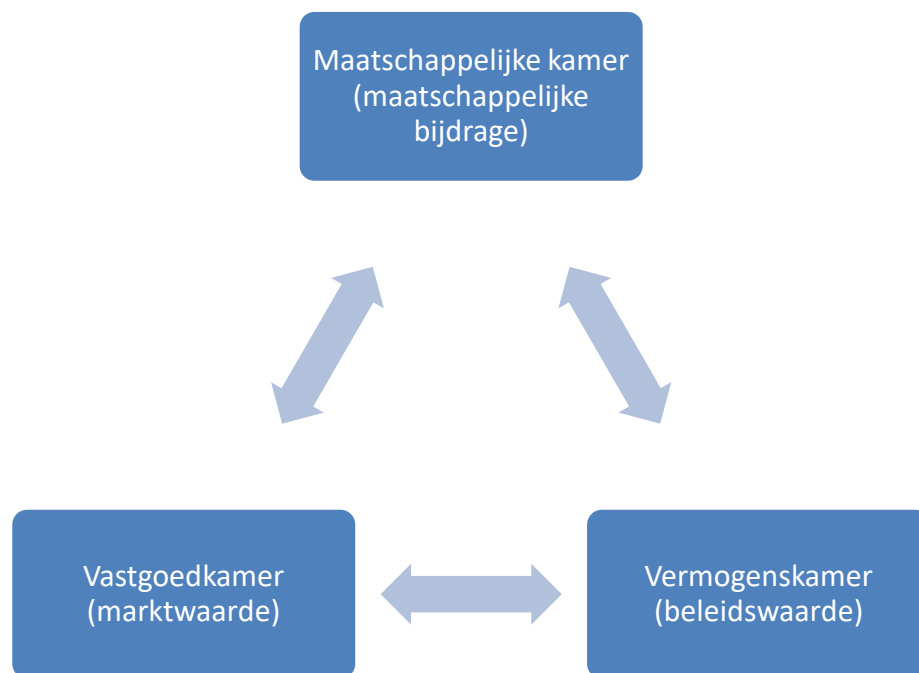
publiekrechtelijk toezichthouder zijn er op institutioneel niveau wel incentives voor professionele vastgoedsturing. Een belangrijk aspect wat in het assetmanagement een plek moet krijgen is de maatschappelijke doelstelling van corporaties en de afweging tussen financiële en maatschappelijke doelstellingen.

3. *Op welke wijze is het vastgoedsturingsproces van corporaties nu vormgegeven en op welke wijze worden de corporatiespecifieke elementen geïncorporeerd in marktwaardesturing?*

Op strategisch niveau kan inzicht in deze offers (op asset- of activiteitsniveau) bijdragen aan een optimale allocatie van middelen. Met behulp van het DrieKamerModel is hiervoor een praktisch toepasbaar instrument beschikbaar.

Het DrieKamermodel is een model dat is ontwikkeld door Ortec Finance (2016). Het model is een sturingsconcept voor corporaties op strategisch niveau. Het model kent als belangrijkste pijlers drie basisprincipes: effectiviteit, efficiëntie en financiële continuïteit.

Elk principe is ondergebracht in een aparte kamer, waarbij de onderlinge samenhang en bijbehorende interactie optimaal tot hun recht kunnen komen (integraliteit). Het model kan verder worden versterkt door ook de waardebegrippen hier een plek in te geven, zoals in de hoofdconclusie is weergegeven.



Figuur 12

4. *In hoeverre worden de componenten van beleidswaarde gebruikt in de vastgoedsturing?*

Markthuren worden in 75% van de gevallen gebruikt bij de complexanalyse van het bezit, hiervan is het grootste deel op basis van informatie taxateur en marktreferenties of een combinatie daarvan. Alle deelnemende corporaties geven daarbij aan dat ze een streefhuurbeleid hanteren bij de complexanalyse van het bezit, waarvan 93,75% aangeeft deze streefhuur te bepalen op basis van een

eigen norm. 75% van de corporaties geeft daarbij ook het verschil tussen markt- en streefhuur mee te nemen in de analyse. Zij zien dit als indicatie voor de maatschappelijke bijdrage.

Voor onderhoudskosten is het beeld vergelijkbaar: 68,75% van de deelnemende corporaties gebruikt marktconform onderhoud in de complexanalyse van het bezit. Van deze corporaties gebruikt 81,81% de VEX/VTW norm als uitgangspunt.

62,5% van de corporatie gebruikt een beleidsnorm voor onderhoud. Deze beleidsnorm is een eigen norm of VEX-norm/Aedes benchmark aangevuld met specifieke opslagen.

Opvallend is dat 50% van de deelnemende corporaties aangeeft het verschil tussen markt- en beleidsonderhoud te gebruiken in de complexanalyse van het bezit. Dit is fors lager dan bij huur.

Voor beheer geeft 68.75% van de corporaties aan een marktbeheernorm te gebruiken, waarbij er een grote diversiteit is in de bron van de norm. 23% kiest voor het marktwaarde handboek als bron, 23% hanteert een norm op basis van informatie van de taxateur en 31% kiest voor een VEX/VTW norm. De overige 23% kiest voor een eigen norm.

62,5% van de corporaties geeft aan een beleidsnorm voor beheer te gebruiken, waarbij 80% kiest voor een eigen norm. 20% kiest voor een sectornorm, aan de Aedes benchmark (CBC) ontleend.

31% van de corporatie geeft aan het verschil tussen markt en beleidsbeheerskosten te gebruiken. De corporaties die dit hanteren geven aan dat dit inzicht geeft in de maatschappelijke kosten van beheer.

5. Welke belemmeringen zijn er om de componenten van beleidswaarde toe te passen binnen vastgoedsturing?

In hoofdstuk 2.5 zijn diverse beperkingen geschetst van zowel markt- als beleidswaarde.

Beleidswaarde is een afgeleide van marktwaarde. De betrouwbaarheid van de beleidswaarde hangt daarmee direct samen met de betrouwbaarheid van de marktwaarde. Daarnaast kent de bepaling van de beleidswaarde nog een aantal andere beperkingen:

- Gebruik vrijheidsgraden
- Wijze van complexindeling
- Betrouwbaarheid onderhoudsnorm
- Vrijheidsgraad Exit-yield
- Huurstijging wijkt af van maximaal mogelijke huurstijging
- Verhuurderheffing is onderdeel van maatschappelijke bijdrage
- Inefficiëntie onderhoud en beheer
- Disconteringsvoet niet aangepast in beleidswaarde

6. Welke mogelijkheden zijn er voor corporaties om de vastgoedsturing op basis van marktwaarde en beleidswaarde te verbeteren?

Uit het onderzoek blijkt dat slechts een beperkt deel van de respondenten voor zowel huur, onderhoud als beheer zowel de markt als een beleidsnorm meegenomen alsmede het verschil. Met name het verschil tussen de markt- en beleidsnorm wordt in veel gevallen nog niet gebruikt in de complexanalyse. Het is aan te bevelen ook deze delta mee te nemen in de analyse, zodat een zuiverder afweging kan worden gemaakt tussen economische en maatschappelijke motieven.

8.2 Beperkingen van het onderzoek

Bij het onderzoek is een aantal beperkingen aan het licht gekomen. Een belangrijke beperking is de actualiteit van beleidswaarde.

Door de actualiteit van beleidswaarde is er nog geen wetenschappelijke literatuur beschikbaar, en nog maar weinig beschikbaar praktijkvidence. Dit is van de belangrijkste redenen dat het onderzoek meer exploratief van aard is.

Betrouwbaarheid en validiteit van de onderzoeksmethode

Het onderzoek is een kwalitatief onderzoek. Dit brengt op voorhand beperkingen met zich mee ten aanzien van de betrouwbaarheid en validiteit. Uiteraard is de enquête met grote zorgvuldigheid opgesteld en geanalyseerd. De vragen zijn opgebouwd vanuit het onderzoeksmodel en het theoretisch kader. Desondanks dienen de resultaten met voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. De resultaten zeggen alleen iets over een beperkte groep corporaties in Nederland. Daarbij zijn de uitkomsten niet getoetst in de praktijk. Het is mogelijk dat geënquêteerden de vragen anders hebben geïnterpreteerd dan deze zijn bedoeld of antwoorden hebben gegeven die niet passen bij de achtergrond van de vraagstelling. Daarbij is er een aantal open vragen gesteld. Deze zijn zeer nuttig om richting te geven en aanbevelingen te geven, terwijl tegelijkertijd hierdoor de validatie lastig navolgbaar is. De resultaten zeggen dan ook alleen iets over de richting en over verschillen en overeenkomsten tussen de deelnemende corporaties en kunnen niet zonder meer gegeneraliseerd worden naar alle corporaties. Desalniettemin kunnen uit de gegeven antwoorden wel aanbevelingen worden gedestilleerd die kunnen helpen bij de implementatie van beleids- en marktwaarde in het assetmanagement van corporaties.

Mede door de omvang van de enquête zijn er ook antwoordcombinaties die slechts enkele keren of zelfs niet voorkomen. Dit maakt statistische analyse op sommige vragen lastig, aangezien er een grote mate van onnauwkeurigheid bestaat als gevolg van de steekproefgrootte. Hierdoor zijn de resultaten niet generaliseerbaar. Het onderzoek zou dan ook herhaald moeten worden om aan te kunnen tonen dat de gevonden significantie niet op toeval berust.

8.3 Vervolgonderzoek

Gedurende het onderzoek zijn een aantal aspecten naar voren gekomen die zich ook prima zouden leiden voor een onderzoek. Hieronder worden er een aantal beschreven die zich hier voor lenen:

Onderzoek naar cultuur

Bij de scope van het onderzoek is bewust gekozen om de cultuur niet mee te nemen bij het onderzoek. Het is waardevol om meer inzicht te krijgen in de effecten van de cultuur binnen een corporatie op het presteren van corporatie. Kan dit bijvoorbeeld professionalisering en verbetering van de vastgoedsturing in de weg staan?

Onderscheid tussen DAEB en niet-DAEB in de vastgoedsturing

Uit de theorie en de enquête bleken er verschillen te zijn tussen DAEB en niet-DAEB qua doelstelling. Het is interessant om te onderzoeken in hoeverre dit verschil ook leidt tot een andere wijze van vastgoedsturing of tot andere afwegingskaders.

Efficiëntie van onderhoud en beheer

In de bepaling van de beleidswaarde wordt nu de norm van de corporatie aangehouden, waarbij het

verschil tussen de beleidsnorm en de marktnorm als maatschappelijke bijdrage wordt gezien. Een hogere beleidsnorm kan echter ook het gevolg zijn van inefficiëntie. In vervolgonderzoek kan worden beoordeeld op welke wijze dit onderscheid beter kan worden gemaakt.

Hoe betrouwbaar is de marktnorm voor onderhoud?

Een aantal respondenten hebben in de enquête aangegeven dat de huidige marktnorm niet betrouwbaar genoeg is om te gebruiken en dat in hun beleving ook commerciële partijen deze norm zelf niet altijd gebruiken. Het is waardevol om te onderzoeken in hoeverre deze beelden kloppen en aanbevelingen te doen voor eventuele aanpassing van de marktnorm, zodat deze meer in lijn ligt met de daadwerkelijke marktnormen.

Disconteringsvoet

Uit de enquête bleek dat verondersteld wordt dat waarderen op basis van doorexplotatie zou moeten leiden tot een lager risicoprofiel dan bij uitponden, welke tot uitdrukking zou moeten of kunnen komen in de disconteringsvoet. Interessant is te onderzoeken op welke wijze dit kan worden vormgegeven.

8.4 Nawoord

Het onderzoek ging gepaard met pieken en dalen. Zeker in het begin was het lastig om te komen tot een duidelijke vraagstelling en richting. Het theoretisch kader volgde eigenlijk relatief makkelijk daarop, waarbij een deel van de kennis al aanwezig was, maar nog wel op een duidelijke en goede manier moest landen in de scriptie. Daarbij was het wel een zoektocht naar het te hanteren theoretisch model. Bijvoorbeeld de beleidsachtbaan is uitgebreid beschreven, maar heeft uiteindelijk beperkt impact gehad op het vervolgonderzoek.

Het opstellen van een enquête bleek een lastige opgave. Een algemeen beeld bij de te stellen vragen was snel op papier gezet, maar het luistert erg nauw om de juiste vragen te stellen, het juiste aantal vragen, in de juiste volgorde, met een eenduidige interpretatie. Ondanks deze inspanning bleek toch bij de analyse dat sommige vragen anders waren beantwoord of geïnterpreteerd. Ook waren er aspecten waar ik achteraf liever op had doorgevraagd.

Het blijft lastig om een onderzoek te combineren met regulier werk. Desalniettemin was het een ervaring die ook zeker meerwaarde geeft in mijn dagelijks werk, en heeft het mij nieuwe inzichten opgeleverd.

Gedurende het onderzoek ben ik zo tot het inzicht gekomen dat ik graag naar een deadline toewerk. Ook al is een deadline zelden plezierig, toch zorgt het niet hebben van een strakke deadline ervoor dat het verder brengen van het onderzoek heel snel minder prioriteit krijgt. Zo heeft het onderzoek mij niet alleen inhoudelijk inzichten opgeleverd maar ook persoonlijk!

Bibliografie

- Aedes. (2018, februari 13). *Aedes Benchmark*. Opgeroepen op januari 22, 2018, van Aedes: <https://www.aedes.nl/dossiers/benchmarken.html>
- Autoriteit woningcorporaties. (2017). *Sectorbeeld*. Opgeroepen op november 11, 2017, van <https://www.ilent.nl/documenten/publicaties/2016/12/01/sectorbeeld-2016>
- Autoriteit Woningcorporaties. (2018). *Sectorbeeld*. Opgeroepen op mei 13, 2018, van <https://www.ilent.nl/documenten/publicaties/2018/02/06/sectorbeeld-2017-en-samenvatting>
- Autoriteit Woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw. (2018, januari 31). *Gezamenlijk beoordelingskader Aw en WSW*. Opgeroepen op mei 13, 2018, van <https://www.ilent.nl/documenten/publicaties/2018/01/31/gezamenlijk-beoordelingskader-aw-wsw>
- Broeke, R. v. (1998). *Strategisch Voorraadbeleid van woningcorporaties: informatie-voorziening en instrumenten*. Delft: Technische Universiteit Delft.
- CBS. (2017). *CBS Statline*. Opgeroepen op november 22, 2017, van <http://statline.cbs.nl/Statweb/publication/?DM=SLNL&PA=82900NED&D1=a&D2=0&D3=0,75,187,361,412&D4=a&HDR=T&STB=G1,G2,G3&VW=T>
- Centraal Fonds Volkhuysvesting. (2014). *Advies uitwerking marktwaarde in verhuurde staat*.
- Deming, E. (2015). *The W. Edwards Deming Institute - Theories & Teachings - The PDSA Cycle*. Opgeroepen op januari 6, 2018, van <https://deming.org/explore/p-d-s-a>
- European Commission. (2011, december 20). *Publicatieblad van de Europese Unie*. Opgeroepen op juni 22, 2018, van eur-lex.europa.eu: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012D0021&qid=1529239349189&from=en>
- Europese Commissie. (2009, december 15). *Rijksoverheid*. Opgeroepen op december 12, 2017, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/besluiten/2010/11/18/ec-besluit-15-december-2009-steunmaatregelen-nederland>
- Fakton. (2017, oktober 24). *Handboek marktwaardering 2017*. Opgeroepen op november 11, 2017, van Woningwet 2015: <http://woningwet2015.nl/het-handboek-marktwaardering-2017>
- Huisman, E. (2016). *Naar een volwassen assetmanagement bij woningcorporaties*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Keeris, W. (2001). *Vastgoedbeheer Lexicon*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.
- Marquard, A., & Ronteltap, C. (2016). *Syllabus 'Kwantitatieve methoden en technieken'*. Amsterdam: ASRE.

- NVM. (2017). *NVM*. Opgeroepen op december 11, 2017, van <https://www.nvm.nl/actueel/nieuws/2017/1904praktijkhandreiking>
- Ortec Finance. (2013, november). *DrieKamerModel - De resultaten van het pilotprogramma*. Opgeroepen op november 11, 2017, van Ortec Finance: http://files.ortec-finance.com/mailplus/2013_11_DrieKamerModel_De_Resultaten_van_het_pilotprogramma_JC_FC.pdf
- Ortec Finance. (2016). *Strategisch sturen met het DrieKamerModel*. Rotterdam: Ortec Finance.
- Ortec Finance. (2018). *Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017*. Rotterdam.
- Os, v. (2008). *Mensen, stenen, geld - Het beleidsproces bij woningcorporaties*. Amsterdam: RIGO Research en Advies.
- Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015*. (2015, juli 1). Opgeroepen op september 3, 2017, van www.overheid.nl: http://wetten.overheid.nl/BWBR0036709/geldigheidsdatum_03-09-2015
- Rijksoverheid. (2017, mei 1). *Rapport staat van de volkshuisvesting*. Opgeroepen op november 11, 2017, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2017/05/01/rapport-%E2%80%9Cstaat-van-de-volkshuisvesting-2017%E2%80%9D>
- Rijksoverheid. (2018, april 1). *Rapport staat van de volkshuisvesting*. Opgeroepen op juni 25, 2018, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2018/04/01/staat-van-de-volkshuisvesting-jaarrapportage-2018>
- Schilden, d. A. (2017). *Sociale huurwoningen als belegging*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Segers, R. (2015). *Assetmanagement bij woningcorporaties*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- SIRA Consulting B.V. (2017, november 9). *Effecten van de Woningwet op regeldruk voor corporaties*. Opgeroepen op juni 22, 2018, van SIRA Consulting B.V.: <https://www.siraconsulting.nl/2017/11/regeldruk-woningcorporaties-e-28-miljoen-worden-verlaagd/>
- Vliet, v. (2014, oktober 30). *Parlementaire enquête Woningcorporaties*. Opgeroepen op november 11, 2017, van https://www.tweedekamer.nl/sites/default/files/atoms/files/5._hoofdrapport_parlementaire_enquetecommissie_woningcorporaties.pdf
- Werkgroep Marktwerving, deregulering en wetgevingskwaliteit. (2000). *Corporaties tussen vangnet en vrijhandel*.
- Wet balansverkorting geldelijke steun volkshuisvesting. (1995, mei 31). Opgeroepen op mei 26, 2018, van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0007419/2013-01-01>
- Woningwet. (1901, juni 22). *Woningwet*. Opgeroepen op 22 12, 2017

Woningwet. (2015, juli 1). Opgeroepen op november 11, 2017, van
<http://wetten.overheid.nl/BWBR0005181/2017-07-01#HoofdstukIX>

Bijlage 1: Enquêtevragen

#	Vraag:	Optie A:	Optie B	Optie C:	Optie D:	Optie E:
1	Wat is de omvang van de corporatie waar u werkzaam bent (aantal VHE)?	< 5.000	5.000 - 10.000	10.001 - 20.000	20.001 - 40.000	> 40.000
2	Welke functie oefent u uit in uw organisatie?	Manager strategie	Assetmanager	Portefeuille manager	Anders namelijk:	
3	Is er een recent portefeuillebeleid beschikbaar bij uw corporatie?	Ja, we hebben een actueel beleid met concrete doelstellingen en kaders	Ja, een actueel beleid met een wensportefeuille, zonder vertaling naar concrete doelstellingen	Ja, maar enigszins verouderd (ouder dan 2 jaar)	Nee (ga door naar vraag 5)	
4	Is het portefeuillebeleid doorvertaald naar beleid op complexniveau?	Ja, met actuele complexplannen in overeenstemming met het portefeuillebeleid	Ja actuele complexplannen maar niet in overeenstemming met portefeuillebeleid	Nee alleen een portefeuillebeleid	Nee	Anders namelijk:
5	Is er een investeringsstatuut met kaders en doelstellingen?	Ja, met IRR en BAR/NAR	Ja op IRR	Ja op BAR/NAR	Ja op basis van kwalitatieve kaders	Nee, geen kaders. Ga verder met vraag 8
6	Indien 5 ja: Is in het investeringsstatuut onderscheid gemaakt naar type bezit?	Ja	Nee (ga verder met vraag 8)			
7	Zo ja, welk onderscheid wordt gemaakt?					
8	Speelt financieel rendement een rol bij het complexbeleid?	Ja zowel gerealiseerd als verwacht rendement	Ja, alleen verwacht rendement	Ja, alleen gerealiseerd rendement	Nee	
9	Maakt uw organisatie inzichtelijk wat de kosten zijn van de maatschappelijke keuzes ten opzichte van marktconforme exploitatie?	Ja, kwantitatief	Ja, kwalitatief	Nee		
10	Bent u van mening dat beleidswaarde een rol kan vervullen in het inzichtelijk maken van de kosten van maatschappelijke prestaties?	Ja, omdat..	Nee, omdat..			
11	Is uw corporatie bezig met het implementeren van beleidswaarde in het vastgoedbeleid?	Ja, op strategisch niveau	Ja, op tactisch niveau	Nu niet, maar op termijn wel	Nee, nu niet en op termijn ook niet.	
12	Worden marktconforme huren gebruikt bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
13	Zo ja, welke bron wordt gebruikt voor marktconforme huren?	Norm handboek marktwaarde	Informatie taxateur	Eigen norm	Anders namelijk:	
14	Zo nee, waarom niet?					
15	Wordt een streefhuur niveau gehanteerd bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
16	Zo ja, wat is de bron van dit streefhuur niveau?	Met gemeente afgesproken norm	Eigen norm	Anders namelijk:		
17	Wordt het verschil tussen marktconforme en streefhuur gebruikt in de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
18	Zo ja, Welke betekenis wordt aan dit verschil toegekend?					
19	Wordt marktconform onderhoud gebruikt bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
20	Zo ja, welke bron wordt gebruikt voor	Norm uit handboek	VEX/VTW-norm	Informatie	Eigen norm	

	marktconform onderhoud?	marktwaarde		taxateur		
21	Zo nee, waarom niet?					
22	Wordt een beleidsnorm voor onderhoud gehanteerd bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
23	Zo ja, wat is de bron van deze beleidsnorm?	CBC/sectornorm	Eigen norm			
24	Wordt het verschil tussen marktconform en beleidsonderhoud gebruikt in de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
25	Welke betekenis wordt aan dit verschil toegekend?					
25	Wordt marktconform beheer gebruikt bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
26	Zo ja, welke bron wordt gebruikt voor marktconform beheer?	Norm uit handboek marktwaarde	VEX/VTW-norm	Informatie taxateur	Eigen norm	
27	Zo nee, waarom niet?					
28	Wordt een beleidsnorm voor beheer gehanteerd bij de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
29	Zo ja, wat is de bron van deze beleidsnorm?	CBC/sectornorm	Eigen norm			
30	Wordt het verschil tussen marktconform en de beleidsconforme beheerkosten gebruikt in de complexanalyse van het bezit?	Ja	Nee			
32	Zo ja, Welke betekenis wordt aan dit verschil toegekend?					