

# *Een revolverend woonfonds met maatschappelijk rendement*

Een onderzoek naar de kaders en randvoorwaarden van een revolverend woonfonds voor het behalen van maatschappelijk rendement



John Noordeloos

Amsterdam School of Real Estate | MRE Jaargang 2019-2021 | oktober 2021

Amsterdam School of Real Estate

Master of Real Estate MRE Jaargang 2019-2021

Company Research Paper

Versie: Definitief

Datum: 10 oktober 2021

Auteur: ing. J.P. Noordeloos (jnoordeloos@timpaan.nl)

1<sup>e</sup> beoordelaar: dr. ir. G.J. Peek MRICS

2<sup>e</sup> beoordelaar: J. Smit MSc.

## Voorwoord

Voor u ligt het eindresultaat van mijn opleiding Master of Real Estate (MRE) aan de Amsterdam School of Real Estate in de vorm van deze Company Research Paper.

De roep om betaalbaarheid, beschikbaarheid en daarmee de toegankelijkheid tot de woningmarkt is al jaren een actueel onderwerp. Timpaan wil, naast haar specifieke rol als ontwikkelaar, bredere en langduriger impact en zo duurzamere maatschappelijke waarde creëren. Vanuit de huidige positionering in betaalbaarheid, positionering in een fonds voor middenhuur en wat Timpaan verstaat onder maatschappelijk rendement ligt er een praktisch vertrekpunt voor de analyse en onderzoek naar de kaders en randvoorwaarden van een woonfonds.

Deze uitdaging heb ik opgepakt door dit onderzoek uit te voeren middels deze Company Research Paper. Het heeft veel inspanning gevergd, maar juist veel kennis, energie en waardering opgeleverd. Ik heb ervan genoten en hoop een waardevolle bijdrage te hebben geleverd aan zowel de theoretische als praktische kant.

Mijn eerste dankzegging gaat naar Ingeborg de Jong van Timpaan die mij de gelegenheid heeft geboden deze opleiding te kunnen volgen en ook voor de sparringmogelijkheden over dit onderwerp.

Tevens wil ik Gert-Joost Peek bedanken voor de deskundige begeleiding, de opbouwende kritiek en tips en tevens voor zijn rol als gespreksleider bij de expertmeeting. En ook wil ik Jop Smit bedanken voor de opbouwende kritiek en tips op het concept van deze Company Research Paper.

Uiteraard bedank ik alle experts die hun medewerking hebben gegeven aan de interviews en expertmeeting. Zonder hun openhartige en kritische houding was dit onderzoek niet compleet. In alfabetische volgorde bedank ik Mark van den Berg, Dick Burger, Johan Conijn, Alex Huges, Hamit Karakus, Richard Lengers, Jannes van Loon, Lars Rempelberg, Coen van Rooyen, Guido Scholtens en Friso de Zeeuw.

En tot slot wil ik hier mijn trots en waardering uitspreken voor mijn vrouw en kinderen die mij waar nodig hebben ontzien en de nodige morele steun hebben gegeven. Een quote die mij altijd bijblijft is: *“Pap, moet je niet aan je huiswerk....?”*

Ik wens u veel leesplezier bij deze Company Research Paper en ik hoop dat deze u waardevolle inzichten geeft.

*John Noordeloos*

## Managementsamenvatting

Het onderwerp middenhuur blijft actueel in de discussie over de Nederlandse (huur)woningmarkt. Een belangrijk aandeel van betaalbare en daarmee bereikbare middenhuur zal de woningmarkt beter doen functioneren (Schilder en Conijn, 2015). De thema's betaalbaarheid en beschikbaarheid hebben een nauwe relatie met de toegankelijkheid van de markt. De private huursector kan een oplossing zijn in deze toegankelijkheids- en betaalbaarheidsproblematiek van huishoudens die teveel verdienen voor een woning in de sociale huursector, maar ook te weinig kunnen lenen voor een woning in de koopsector (Schilder en Conijn, 2015; Janssen, 2017; Lennartz et al. 2019). In dit vacuüm is het woonfonds van Timpaan beoogt.

Er zijn meerdere doelgroepen voor middenhuur. Naast de middeninkomens en sleutelberoepen zijn dat de hogere inkomens die vanuit flexibiliteit en gebruiksdenken huren en voor ouderen vanuit het voorsorteren op beperktere mobiliteit. Bovendien verschilt de behoefte sterk regionaal en dat bepaald mede de grootte en de huurprijs. In de Randstad en haar periferie is middenhuur meestal een startersproduct, terwijl daarbuiten sprake is van een doorstroomproduct (Dopper, 2020). Deze doelgroepen helpen bij de propositie van het woonfonds en geven mede het geografisch zoekgebied aan voor de woningen in het fonds.

Het opvoeren van de bouwproductie is goed om het probleem betaalbaarheid structureel aan te pakken, maar duurt echter te lang en is onacceptabel als enige oplossing. En met een tekort van zo'n 80.000 tot 100.000 midden-huurwoningen (in 2020) is de behoefte aan middenhuur duidelijk (Dopper, 2020). Het beleidsadvies om build-to-let te stimuleren mede door de hoge investeringslasten en complexe regelgeving bij nieuwbouw (Schilder et al., 2021) is op het lijf geschreven voor een woonfonds vanuit een ontwikkelaar. Dit geldt zowel voor het opvoeren van de bouwproductie voor koop- en huurwoningen als het aanbieden van huurwoningen.

Belangrijke voorwaarde van de investering door een revolverend fonds in projecten is dat het uitgangspunt financieel rendement is boven maatschappelijk rendement (Oldenhof, 2016; Boelman, 2018).

Timpaan wil, naast haar specifieke rol als ontwikkelaar, bredere en langduriger impact en zo duurzamere maatschappelijke waarde creëren. Vanuit de huidige positionering in betaalbaarheid, positionering in een fonds voor middenhuur en wat Timpaan verstaat onder maatschappelijk rendement ligt er een praktisch vertrekpunt voor de analyse en onderzoek naar de kaders en randvoorwaarden van een woonfonds.

*De oorspronkelijke centrale onderzoeksvraag is aan welke kaders en randvoorwaarden een woningfonds voor middenhuur dient te voldoen voor maatschappelijk rendement.*

In het eerste deel van het kwalitatieve onderzoek is de oprichting van een woningfonds gevuld met huurwoningen het vertrekpunt. Dit eerste deel van het kwalitatieve onderzoek is uitgevoerd middels interviews met professionele vertegenwoordigers van woningfondsen. Vanuit de interviews komen investment beliefs en adviezen naar voren die van toepassing kunnen zijn op de commerciële bedrijfsvoering van Timpaan met name over de uitgangspunten, invulling en beheer van de woningen en het fonds.

De scenarioanalyse geeft de invloed op de liquiditeit en de balansverschuiving weer vanuit de oprichting van het woningfonds met woningen in bezit met indirect gevolgen voor de ratio's en leencapaciteit.

De expertmeeting heeft als tweede deel van het kwalitatieve onderzoek een verrassende wending gegeven aan het inzicht over een woningfonds voor Timpaan en heeft daarmee invloed op de uiteindelijke managementaanbeveling voor het woningfonds. Het uitgangspunt is daardoor bijgesteld van een woningfonds naar een doorstroomfonds.

Omdat het fonds een verbindende schakel is tussen de beoogde maatschappelijke doelen, de beoogde positionering en de huidige strategie waaronder Koopstart en Timpaan Advies heeft dit geleid tot de gewijzigde aanduiding van het fonds van woningfonds naar woonfonds.

De onderzoeksvraag is met de gewijzigde aanduiding van het woningfonds naar woonfonds aangepast. Derhalve is de *centrale onderzoeksvraag*: “*Aan welke kaders en randvoorwaarden dient een revolverend woonfonds te voldoen voor het behalen van maatschappelijk rendement?*”. Het finale antwoord wordt uitgebreid behandeld in het hoofdstuk managementaanbeveling en is daarmee het definitieve advies aan de directie, het management en het bestuur van Timpaan.

Samenvattend is de aanbeveling aan het management en bestuur van Timpaan om een woonfonds in de vorm van een revolverend doorstroomfonds op te zetten met als doel build-to-let en de toevoeging van sociaal-maatschappelijke voorwaarden via dit fonds. Het woonfonds werkt als een maatschappelijke katalysator om sociaal-maatschappelijke doelen langdurig (juridisch) te koppelen aan de woningen. Dit houdt in dat woningen worden ontwikkeld voor de verhuur en tijdelijk in het woonfonds worden gezet. Hier worden de nadere sociaal-maatschappelijke voorwaarden toegevoegd die passen bij de missie en visie van Timpaan. Daarna worden de woningen verkocht aan een belegger en/of woningcorporatie (niet-DAEB). De financiële voorzieningen worden aangewend voor extra ontwikkelposities in plaats van voor de woningen in het woonfonds. De investering in deze woningen vloeit na verkoop terug in het woonfonds om het doel opnieuw tot uitvoer te brengen. Het woonfonds heeft daarmee een revolverend karakter.

Hiermee is een beperkte aanpassing van de organisatiestructuur en governance van Timpaan nodig, heeft de financiële voorziening een doel gekregen die beter past bij de organisatie en biedt het woonfonds concurrentievoordelen. Tot slot brengt het woonfonds een verbindende schakel tussen de beoogde maatschappelijke doelen, de beoogde positionering en de huidige strategie waaronder Koopstart en Timpaan Advies.

## Inhoudsopgave

Voorwoord .....	3
Managementsamenvatting .....	4
Inhoudsopgave .....	6
1. Inleiding .....	9
1.1. Aanleiding .....	9
1.2. Probleemstelling .....	9
1.3. Doelstelling .....	10
1.4. Centrale onderzoeksvraag .....	10
1.5. Onderzoeksmethodologie en het onderzoeksmodel .....	11
1.6. Relevantie .....	13
1.7. Leeswijzer .....	13
2. Theoretische inbedding Woningmarkt .....	15
2.1. Woningmarkt .....	15
2.2. De ijzeren driehoek van de volkshuisvesting .....	16
2.2.1. Betaalbaarheid .....	17
2.2.2. Beschikbaarheid .....	18
2.2.3. Kwaliteit .....	21
2.3. Actoren in de huursector .....	22
2.3.1. Verhuurders in het middensegment .....	22
2.3.2. Huurders in het middensegment .....	24
2.3.3. Overheidsbeleid middensegment .....	25
2.4. Publieke financiering .....	27
2.5. Samenvatting uit theorie en empirische literatuur .....	27
3. Theoretische inbedding Fondsvorming .....	28
3.1. Woningfonds en portfoliomanagement .....	28
3.2. Revolverend fonds .....	28
3.3. Governance en institutionele inrichting fonds .....	31
3.4. Woningfonds en projectontwikkeling .....	31
3.5. Samenvatting uit theorie en empirische literatuur .....	32
4. Toepassing in eigen organisatie; huidige praktijk en positionering van Timpaan .....	33
4.1. Positionering betaalbaarheid .....	33
4.2. Positionering in fonds voor middenhuur .....	33
4.3. Maatschappelijk rendement .....	34
4.4. Fonds voor doelstelling Stichting Timpaan .....	34
4.5. Samenvattende conclusie .....	34
5. Onderzoekskader: Onderzoeksmethodologie en het onderzoeksmodel .....	35

5.1. Interview .....	35
5.2. Scenarioanalyse .....	36
5.3. Expertmeeting.....	36
6. Empirische analyse: interview .....	39
6.1. Kenmerken Woningfonds .....	39
6.2. Financiering.....	41
6.3. Invulling Woningfonds .....	41
6.4. Doelgroepen en woningeisen .....	42
6.5. Fiscaliteiten en Governance .....	43
6.6. Advies aan Timpaan .....	43
6.7. Samenvattende conclusie.....	44
7. Empirische analyse: Scenarioanalyse.....	45
7.1. Project V: Appartementen .....	45
7.2. Project S: Woningen.....	47
7.3. Conclusie scenarioanalyse.....	48
7.4. Woningfonds ter afdekking vaste lasten organisatie .....	48
7.5. Samenvattende conclusie .....	49
8. Empirische analyse: Expertmeeting .....	50
8.1. Resultaten van het ideale woningfonds van de experts.....	50
8.2. Conclusie .....	52
8.3. De resultaten van de SWOT-analyse.....	52
8.4. Stellingen Expertmeeting.....	55
8.5. Samenvattende conclusie .....	55
9. Conclusie .....	57
10. Managementaanbeveling .....	60
10.1. Maatschappelijk doel en maatschappelijk rendement.....	61
10.2. Intern doel.....	61
10.3. Productmarktcombinatie.....	61
10.4. Marktbereik/ zoekgebied .....	61
10.5. Volume fonds.....	62
10.6. Revolverendheid .....	62
10.7. Structuur en governance .....	63
10.8. Samenwerking.....	63
10.9. Concurrentievoordeel.....	63
10.10. Financiering.....	64
10.11. Beoordelingscriteria voor opname in woonfonds.....	64
10.12. Conclusie managementaanbeveling .....	64
11. Aanbevelingen en reflectie .....	66

11.1. Afbakening en advies nader onderzoek door Timpaan.....	66
11.2. Aanbeveling verder onderzoek voor de wetenschap .....	66
11.3. Validiteit en betrouwbaarheid .....	66
11.4. Reflectie .....	67
Literatuurlijst .....	69
Bijlagen .....	71
Bijlage 1 Vragenlijst interview woningfonds Timpaan .....	72
Bijlage 2 Relevante tekst Statuten Timpaan.....	75



# 1. Inleiding

## 1.1. Aanleiding

De markt voor middeldure huurwoningen in Nederland wordt in steeds hogere mate gekenmerkt door aanbodtekorten. Voor doelgroepen als ouderen maar ook sleutelpersoneel zoals leraren, politiepersoneel, verzorgend/verplegend personeel is het hierdoor nagenoeg onmogelijk om betaalbare huisvesting met een huur tussen € 750 tot ca. € 1.000 per maand te kunnen vinden. De koopmarkt is te duur en voor een sociale huurwoning komen ze niet in aanmerking omdat ze daarvoor teveel verdienen. Hoewel deze situatie al een aantal jaren bestaat (Schilder en Conijn, 2015) lukt het gemeenten vooralsnog niet het aanbod significant te vergroten.

Recente onderzoeken zien hierbij steeds vaker oplossingen waarbij marktpartijen een rol spelen (Schilder, 2020 en Hof (SEO), 2019). Hier uit zich echter een spanningsveld: marktpartijen kiezen soms voor de mogelijkheid een hoger rendement te behalen met duurdere huur of kunnen zich niet vinden in de verplichtingen die gemeenten opleggen ook middenhuur te bouwen (Arkenbout, 2018). Aan de andere kant speelt de situatie dat corporaties zich na wijzigingen in de regelgeving niet meer op deze markt mogen begeven.

In dit vacuüm kan Timpaan vanuit haar positie als stichting een bijzondere rol spelen. Timpaan is een ontwikkelaar met een bijzondere positie doordat de rendementen terugvloeiën in een stichting. Deze stichting richt zich op maatschappelijke projecten waar vraag naar is, maar waar de financiering een probleem kan zijn. Daarnaast investeert Timpaan in betaalbaarheid en meer woonkwaliteit in haar projecten. In veel projecten van Timpaan wordt dan ook reeds circa 15% van het plan ingevuld met de realisatie van middeldure huurwoningen.

Doelstelling van Timpaan is de komende jaren verder door te groeien naar realisatie van circa 400-500 woningen per jaar. De “wensportefeuille” in aantallen is daarbij: 30-35% betaalbaar (tot € 250.000 VON), 50-55% middelduur (tot € 500.000 VON) en 10-20% duur (boven € 500.000 VON).

Tot op heden fungeert Timpaan specifiek als ontwikkelaar. Woningen worden ontwikkeld en verkocht aan particulieren of (institutionele) beleggers. Om echter langduriger impact en zo duurzamere maatschappelijke waarde te creëren waarbij huurwoningen voor de lange termijn behouden blijven voor het middeldure segment zou het een mogelijkheid kunnen zijn dat Timpaan (een deel van) deze nog te ontwikkelen woningen in bezit zou kunnen houden in een woningfonds. De opbrengsten kunnen zo terugvloeiën naar nieuwe ontwikkelingen van middeldure huurwoningen, waarmee een revolverend karakter ontstaat. Gegeven de bovenstaande doelstelling gaat het naar verwachting om circa 50-75 woningen per jaar.

Doelstelling is daarbij dat met de verhuur van deze woningen goed kan worden aangesloten op de wensen van de betreffende gemeente, bijvoorbeeld voor wat betreft doelgroepen als ouderen maar ook sleutelpersoneel, die anders niet of moeilijk huisvesting binnen de betreffende gemeente kunnen vinden en ook voor projecten die anders moeilijk van de grond komen.

## 1.2. Probleemstelling

Op dit moment ontbreekt het in zowel de literatuur als bij Timpaan aan inzichten op welke wijze een revolverend woningfonds voor middenhuurwoningen in Nederland ingericht dient te worden en waaraan het fonds moet voldoen (kaders en randvoorwaarden) om te passen binnen de doelstellingen van Timpaan en tegelijkertijd optimaal de leemte kan opvullen tussen sociale huur en koop. Deze Company Research Paper is een goede manier om praktijk, theorie en wetenschap met elkaar te verbinden in de zoektocht naar de kaders en randvoorwaarden van een woningfonds.

Er is in de bestaande academische literatuur veel onderzoek te vinden over woningfondsen, maar deze is vooral gericht op het vlak van financieel rendement en diversificatie vanuit het perspectief van institutionele beleggers en corporaties (Theseira, 2020 en Schimmel, 2015). Tevens zijn er

artikelen te vinden over de mismatch van aanbod en vraag en beperkte doorstroming (Dopper, 2020). Daarnaast zijn er studies beschikbaar over revolverende investeringen in ruimtelijke context. Zo stelt Munter (2014) dat revolverende bedrijventerreinen kansrijk lijken en beschrijven Verheul en Hobma (2020) op het niveau van gebiedsontwikkelingen dat revolverende fondsen een tussenvorm kunnen zijn. De bestaande literatuur over revolverende fondsen gaat echter nauwelijks in op de maatschappelijke kant van een revolverend fonds voor woningen en betaalbaarheid van middenhuur voor bijvoorbeeld sleutelberoepen die met hun inkomen tussen wal en schip vallen. Dit maakt deze Company Research Paper wetenschappelijk en maatschappelijk relevant.

### 1.3. Doelstelling

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te verkrijgen in de vraag aan welke kaders en randvoorwaarden een eigen revolverend woningfonds van Timpaan moet voldoen om maatschappelijk rendement te bewerkstelligen uit middenhuurwoningen. En daarbij tot een onderbouwd advies te komen ten aanzien van deze vraag. Dit kan vanuit het perspectief van zowel de doelgroepen, de gemeente als de doelstellingen van Timpaan.

### 1.4. Centrale onderzoeksvraag

Dit leidt tot de centrale onderzoeksvraag:

***Aan welke kaders en randvoorwaarden dient een revolverend woningfonds voor middenhuurwoningen te voldoen voor het behalen van maatschappelijk rendement?***

De huidige kennis is slechts zeer prematuur en feitelijk liggen alle vragen nog open omtrent de focus van het fonds zoals het werkgebied, positionering ten opzichte van beleggers en corporaties, maar ook de institutionele inrichting van het fonds. Dit leidt tot meerdere onderzoeksrichtingen binnen de juridische, economische, ruimtelijke en strategische domeinen. Vanwege de afbakening van deze Company Research Paper kan niet op alle elementen even uitgebreid worden ingegaan. Omdat de economische, ruimtelijke en strategische domeinen het meest relevant zijn voor de antwoorden op de centrale onderzoeksvraag worden deze verder onderzocht en beschreven. Dit onderzoek gaat beperkt in op de juridische en fiscale domeinen omdat hier pas een heldere richting in kan worden gekozen als de doelstelling en focus van het fonds duidelijk is geworden. Dit kan in een vervolgonderzoek worden opgepakt.

Binnen de gekozen domeinen wordt nader onderzocht wat het structurele probleem is van middenhuur op de woningmarkt c.q. welke mismatch er bestaat voor de doelgroepen sleutelberoepen en senioren. Daarbij wordt gekeken hoe de markt (verhurende marktpartijen) hierin een rol kan spelen en of een revolverend woningfonds hierin een oplossing kan zijn.

Daartoe dient duidelijk te zijn wat de belangrijkste kenmerken en ervaringen met een revolverend fonds zijn en welke daarvan specifiek toepasbaar is op een revolverend woningfonds. Als verdere concretisering voor deze Company Research Paper leidt dit naar wat een marktpartij als Timpaan hierin kan betekenen vanuit een revolverende positie.

Verder onderzocht wordt wat het woningfonds voor Timpaan als ontwikkelaar betekent vanuit maatschappelijk perspectief. Hierbij wordt gekeken naar de bijdrage van de eigen projectontwikkeling aan de belegging in het revolverend woningfonds en omgekeerd naar de bijdrage van het woningfonds aan de projectontwikkeling. Dit wordt mede onderbouwd vanuit een scenarioanalyse om te kunnen bepalen welke verschillen er ontstaan tussen verkoop aan belegger en het behouden van de woningen in het eigen fonds. Onderzocht wordt welk verband er is tussen de stichtingskosten en opbrengsten van de ontwikkelaar met de inkoopwaarde van het fonds en tevens de relatie tussen opbrengst en maatschappelijke waarde.

In de kwalitatieve analyse worden vragen en stellingen aan experts voorgelegd via interviews en een expertmeeting over de focus en doelstellingen van een woningfonds.

Dit leidt samenvattend tot de volgende deelvragen welke nader worden behandeld in de volgende hoofdstukken.

In het hoofdstuk Woningmarkt worden de volgende deelvragen behandeld:

1. Wat is het probleem op de Nederlandse woningmarkt met betrekking tot middenhuur?
2. Hoe kunnen betrokken partijen hierin een rol spelen?
3. Bij welke doelgroepen is er sprake van een mismatch?

Met betrekking tot het Fondsvorming worden de volgende vragen behandeld:

4. Wat zijn de belangrijkste kenmerken en ervaringen met een revolverend fonds? En wat is daarvan specifiek toepasbaar op een revolverend woningfonds?
5. Kan een revolverend woningfonds een oplossing zijn voor middenhuur?
6. Welke institutionele inrichting en governance past bij een revolverend woningfonds?

Met betrekking tot de organisatie van Timpaan komen de volgende vragen aan de orde:

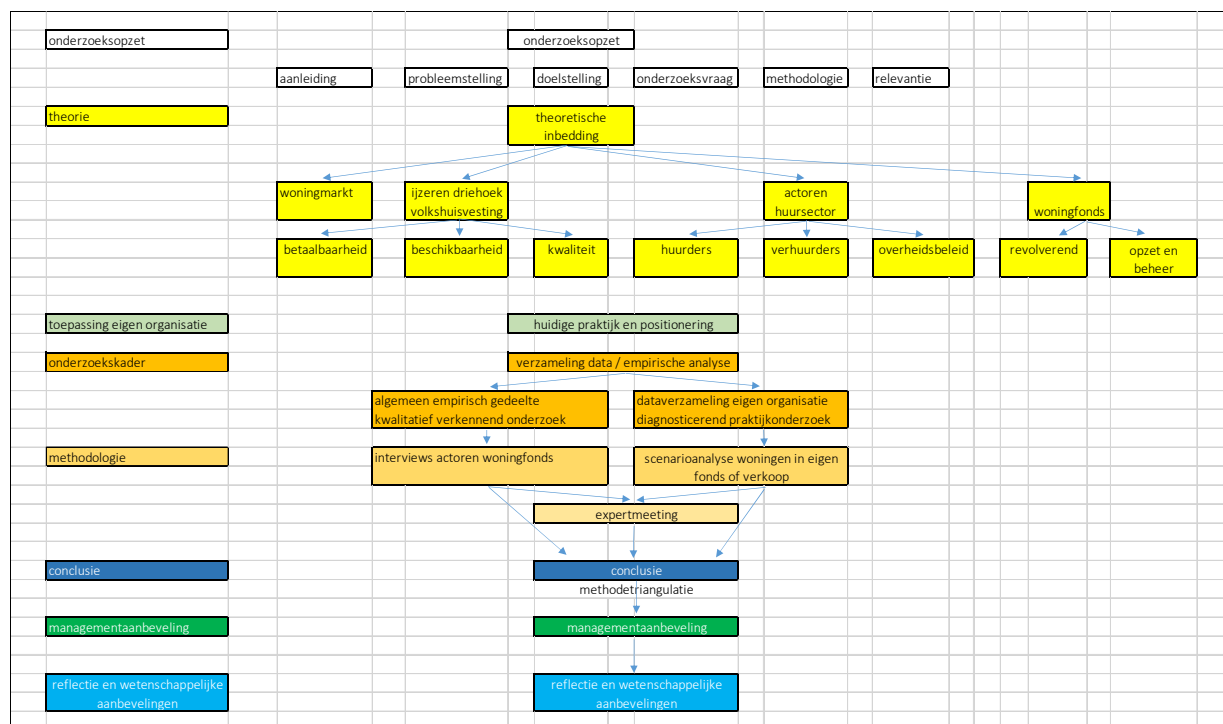
7. Wat betekent een woningfonds voor Timpaan als ontwikkelaar?
8. Hoe kan eigen projectontwikkeling bijdragen aan beleggingen in een revolverend woningfonds? En omgekeerd: Hoe kan het woningfonds bijdragen aan de projectontwikkeling?
9. Wat kan een marktpartij als Timpaan hierin betekenen vanuit een revolverende positie?
10. Wat is maatschappelijk rendement?

In de empirische analyse worden de volgende vragen behandeld:

11. Wat zijn de financiële consequenties als verkochte huurwoningen in eigen fonds waren gehouden (berekening scenarioanalyse)?
12. Welke voor- en nadelen zijn er volgens experts aan een (revolverend) woningfonds?

### 1.5. Onderzoeksmethodologie en het onderzoeksmodel

Deze Company Research Paper is als een kwalitatief verkennend onderzoek uitgevoerd met een diagnosticerend praktijkonderzoek. Het onderzoektype is praktijkgericht wetenschappelijk onderzoek.



Figuur 1: Stroomschema onderzoeksmodel en onderzoeksmethodologie (eigen bewerking)

Het onderzoek is grotendeels kwalitatief uitgevoerd via interviews met experts betrokken bij een vastgoedfonds en een expertmeeting met experts vanuit verschillende disciplines. Voor het interview zijn institutionele belegger(s), particuliere belegger(s) en ontwikkelaar/aannemer met eigen fonds benaderd. Er is bewust gekozen voor respondenten met allen een andere statuur en achtergrond voor een goede mix en brede oriëntatie. Via gerichte vragen gebaseerd op de deelvragen en informatie uit de theorie is het de bedoeling om motivaties, beweegredenen en 'Investment Beliefs' te achterhalen van verschillende soorten beleggers. De onderwerpen welke in het interview aan bod komen zijn:

- Kenmerken van een woningfonds
- Financiering
- Invulling woningfonds
- Doelgroepen en woningeisen
- Fiscaliteiten en Governance
- Advies aan Timpaan.

Via een interview is een goede interactie mogelijk met de respondent. Op basis van de antwoorden kan Timpaan achterhalen welke elementen voor haar van belang zijn en waarin zij onderscheidend kan zijn.

Het tweede deel van het kwalitatief onderzoek bestaat uit een expertmeeting waarin standpunten en stellingen worden bediscussieerd ten aanzien van het woningfonds. De deelnemers van het expertteam zijn andere experts dan de geïnterviewden omdat de gevraagde informatie bij het interview specifiek gericht is op het fonds en de oprichting zelf en bij de expertmeeting is het doel vooral advies op te halen voor het eigen fonds en de impact van de verschillende keuzen op maatschappelijk rendement. Ook bij de expertmeeting zijn experts met verschillende disciplines, achtergronden en/of invalshoeken gevraagd om een brede oriëntatie te bewerkstelligen. De tot dan toe verkregen informatie wordt voorgelegd en bediscussieerd waarmee het gekregen beeld kan worden bevestigd, genuanceerd of ontkracht. De brede oriëntatie en te voeren discussie is ook de voornaamste reden om te kiezen voor deze kwalitatieve methode. Beide methoden sluiten goed aan op de bedoeling van een Company Research Paper om theorie, praktijk en wetenschap aan elkaar te koppelen.

Daarnaast is het onderzoek deels kwantitatief uitgevoerd door een scenarioanalyse van financiële haalbaarheid door analyse van projecten waarbij huurwoningen zijn verkocht aan een belegger en het verschil in resultaat als deze in een eigen woningfonds waren behouden. En daaraan gekoppeld een analyse van de verschillen in rendement aan zowel de ontwikkelaars- als de beleggerskant en hoe dit rendement (over en weer) kan worden beïnvloed.

Het laatste deel van het onderzoek is ontwerpemd met betrekking tot de elementen van een woningfonds waaronder ook de governance en organisatiestructuur voor het woningfonds.

Deze elementen zijn:

- Maatschappelijk doel en maatschappelijk rendement
- Intern doel Timpaan
- Product-marktcombinatie
- Marktbereik/ zoekgebied
- Volume fonds
- Revolverendheid
- Structuur en Governance
- Samenwerking
- Concurrentievoordeel
- Financiering
- Beoordelingscriteria voor opname in fonds.

Tot slot hanteren we methodetriangulatie van de resultaten uit het literatuuronderzoek, de interviews, de scenarioanalyse en de expertmeeting om te komen tot een aanbeveling aan de directie, het management en het bestuur van Timpaan.

## 1.6. Relevantie

Deze Company Research Paper is relevant zowel op maatschappelijk vlak als op wetenschappelijk vlak en tevens relevant voor de organisatie. Hieronder wordt dit per onderdeel nader toegelicht.

### Maatschappelijke relevantie

Het onderwerp is maatschappelijk relevant vanwege de betaalbaarheid voor een doelgroep die tussen wal en schip valt qua sociale huur en hypotheek voor koopwoning. De sleutelberoepen vallen in deze doelgroep en dit betreft daarmee een grote groep.

### Wetenschappelijke relevantie

Deze Company Research Paper is wetenschappelijk relevant omdat het een unieke invalshoek betreft vanuit een ontwikkelaar met revolverend fonds en met maatschappelijk rendement als doel. Dat is anders dan vanuit financieel rendement of doorstroming of vanuit perspectief belegger of corporatie. Tevens is het wetenschappelijk relevant omdat er wel literatuur is op vlak van revolverende fondsen voor gebiedsontwikkeling maar niet voor een woningfonds. Er is sprake van een research gap.

### Relevantie voor organisatie Timpaan

Om langduriger impact en zo duurzamere maatschappelijke waarde te creëren waarbij huurwoningen voor de lange termijn behouden blijven voor het middeldure segment is het advies van de Raad van Advies van Timpaan om te onderzoeken of Timpaan (een deel van) deze nog te ontwikkelen woningen in bezit zou kunnen houden in een woningfonds. Doel van Timpaan is om een deel van de financiële voorzieningen daarvoor in te zetten.

Timpaan als stichting richt zich op maatschappelijke projecten waar vraag naar is, maar waar de financiering een probleem kan zijn. Een revolverend woningfonds past bij deze doelstelling.

Timpaan heeft een duidelijke visie op haar rol in maatschappelijk rendement door haar positionering in betaalbaarheid, positionering in een fonds voor middenhuur, Timpaan Advies en aansluiting bij Circulair West. In deze Company Research Paper wordt de focus gelegd op de betaalbaarheid en het woningfonds.

## 1.7. Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt bestaande theorie aangevuld met een diepgaande samenvatting van bestaande empirische literatuur over de toegankelijkheid van de woningmarkt en de doorstroming op de woningmarkt van specifiek het middensegment met de actoren en volkshuisvestelijke instrumenten en beleid.

De ijzere driehoek van de volkshuisvesting met de thema's betaalbaarheid, beschikbaarheid en kwaliteit worden specifiek belicht. Deze thema's hebben een nauwe relatie met de toegankelijkheid van de markt en zijn nodig om de kaders en randvoorwaarden in het speelveld te kunnen onderzoeken waarin een woningfonds voor middenhuur optimaal kan functioneren, maatschappelijk kan renderen en zich kan onderscheiden van andere fondsen door revolverendheid.

In hoofdstuk 3 wordt de theoretische inbedding van fondsvorming beschreven en worden woningfondsen, revolverende fondsen, governance en institutionele inrichting en de relatie van een fonds en projectontwikkeling behandeld.

Hoofdstuk 4 geeft de huidige positionering aan van Timpaan. Vanuit deze huidige positionering in betaalbaarheid, positionering in een fonds voor middenhuur en wat Timpaan verstaat onder maatschappelijk rendement ligt er een praktisch vertrekpunt voor de verdere analyse en onderzoek naar de kaders en randvoorwaarden.

In hoofdstuk 5 wordt het onderzoekskader, de onderzoeksmethodologie en onderzoeksmodel toegelicht van de kwalitatieve onderzoeksmethoden interview en expertmeeting en de kwantitatieve methode scenarioanalyse.

Hoofdstuk 6 beschrijft de resultaten van de empirische analyse middels een interview met experts bij woningfondsen. Gesproken is met institutionele belegger(s), particuliere belegger(s) en ontwikkelaar/aannemer met eigen fonds. De gevraagde informatie bij de beleggers is specifiek gericht op het fonds en de oprichting zelf.

In de scenarioanalyse beschreven in hoofdstuk 7 dient het verschil in financiële haalbaarheid/ financieel rendement inzichtelijk te worden door de analyse van 2 bestaande projecten.

In hoofdstuk 8 worden de resultaten beschreven van de expertmeeting waarin standpunten en stellingen worden bediscussieerd ten aanzien van het woningfonds. De deelnemers van het expertteam zijn andere experts dan de geïnterviewden en bij de expertmeeting is het doel vooral advies op te halen voor het eigen fonds en de impact van de verschillende keuzen op maatschappelijk rendement.

In hoofdstuk 9 wordt de conclusie van de theoretische inbedding en empirische analyse behandeld.

De managementaanbeveling aan de directie, het management en het bestuur van Timpaan wordt in hoofdstuk 10 beschreven. Hierin wordt tevens het finale antwoord gegeven op de centrale onderzoeksvraag.

En tot slot in Hoofdstuk 11 de aanbevelingen voor verder onderzoek en reflectie op deze Company Research Paper.

## 2. Theoretische inbedding Woningmarkt

In dit hoofdstuk wordt bestaande theorie aangevuld met een diepgaande samenvatting van bestaande empirische literatuur over de toegankelijkheid van de woningmarkt en de doorstroming op de woningmarkt van specifiek het middensegment met de actoren en volkshuisvestelijke instrumenten en beleid.

Deze thema's zijn nodig om de kaders en randvoorwaarden in het speelveld te kunnen onderzoeken waarin een woningfonds voor middenhuur optimaal kan functioneren, maatschappelijk kan renderen en zich kan onderscheiden van andere fondsen door revolverendheid. De theoretische inbedding van fondsvorming wordt in het volgende hoofdstuk behandeld.

Een aantal thema's betreffen echter containerbegrippen die een nadere duiding vragen in de context van het onderzoek om onduidelijkheden of onjuiste interpretaties te voorkomen.

### 2.1. Woningmarkt

De woningmarkt is vanuit economisch perspectief een wonderlijk fenomeen (Beuzenberg, 2018). De woningmarkt werkt niet als economische markt; er is namelijk geen evenwicht van vraag en aanbod. Op een echte markt wordt geleverd waar de meeste vraag naar is. De woningmarkt functioneert echter als een imperfecte markt.

De toegankelijkheid van de woningmarkt wordt bepaald door de balans tussen enerzijds de betaalbaarheid van het wonen van huishoudens en anderzijds door de beschikbaarheid van woningen oftewel het aanbod op de woningmarkt (Schilder et al., 2020). De Nederlandse woningmarkt werd gedictieerd door het sociale huursegment en koopsegment. Dit komt door overheidsingrijpen op de woningmarkt via fiscale sturing voor de koopsector en subsidies voor de sociale sector (Lennartz et al., 2019). Door de huidige lage hypotheekrente (2021) en de aftrek van deze hypotheekrente zijn de woonlasten van een koopwoning relatief laag en bovendien is de waardevermeerdering voor de eigenaar. Dit maakt dat koop bij woningzoekenden in Nederland vaak de voorkeur heeft boven huren. Vanwege het ontbreken van betaalbaar aanbod in de koop is men genoodzaakt uit te wijken naar huur. Degene die bewust voor huur kiezen doen dit uit oogpunt van flexibiliteit en/of het verzilveren van een overwaarde. Hier wordt in deze Company Research Paper in hoofdstuk 2.3.2 nog verder aandacht aan besteed.

De Nederlandse woningmarkt is onderverdeeld in regionale en plaatselijk lokale markten met sterke onderlinge verschillen en kenmerken. In de toekomst groeien deze verschillen nog verder uit elkaar (Schilder, 2020). De woningmarkt is overigens een gesloten systeem: wanneer de mogelijkheden van de ene groep wijzigen, heeft dat directe gevolgen voor een andere groep; het zijn communicerende vaten (Schilder, 2020). Belangrijk te noemen is dat de flexibilisering van de arbeidsmarkt (Schilder en Conijn, 2015) en het loonbeleid (Groot, 2020) van grote invloed zijn op de woningmarkt.

#### Enkele begrippen nader aangeduid

De sociale huursector is het deel van de woningmarkt waarin huurwoningen met een kale huur onder €752,33 (prijsspeil 2021) door toegelaten instellingen (woningcorporaties) worden verhuurd. Deze maximale huur wordt de liberalisatiegrens genoemd en vloeit voort uit de huurprijsregulering. Deze woningen worden ook aangeduid als DAEB-woningen wat Diensten voor Algemeen Economisch Belang betekent.

Boven deze grens is sprake van de vrije huursector (oftewel niet-DAEB) waarin het middensegment geen duidelijke definitie heeft. Meest gangbaar is de duiding op basis van de huurprijs met de liberalisatiegrens als ondergrens en een bovengrens die tussen de €950 en €1.250 ligt. Deze grenzen variëren regionaal omdat de marktprijzen regionaal verschillen (Lennartz et al., 2019).

Middeninkomens hebben volgens Lennartz (2019) ook geen duidelijke definitie en worden veelal aangeduid als die huishoudens die teveel inkomen hebben om een sociale huurwoning te kunnen huren (ondergrens) tot anderhalf keer modaal. Voor 2021 komt dit neer op inkomens tussen €40.024 (10% uitzondering €44.655) (Rijksoverheid, 2021) en €55.500 (CPB, 2021).

## 2.2. De ijzeren driehoek van de volkshuisvesting

Om de *deelvraag wat het probleem is op de Nederlandse woningmarkt met betrekking tot middenhuur* te kunnen beantwoorden wordt de ijzeren driehoek van de volkshuisvesting nader beschouwd. Deze bestaat uit de thema's betaalbaarheid, beschikbaarheid en kwaliteit (Corel, 2020). In deze Company Research Paper wordt deze vooral met betrekking tot het middensegment van de huurwoningmarkt belicht.

Het onderwerp middenhuur blijft actueel in de discussie over de Nederlandse (huur)woningmarkt. Vanuit internationaal perspectief is de sociale huursector erg groot en de particuliere huursector erg klein, omdat naast de sociale huurmarkt ook de koopmarkt gesubsidieerd wordt door hypotheekrenteaftrek (Schilder en Conijn, 2015; Janssen, 2017). Een belangrijk aandeel van betaalbare en daarmee bereikbare middenhuur zal de woningmarkt beter doen functioneren (Schilder en Conijn, 2015). Volgens Janssen (2017) blijkt dat er een duidelijk onderling verband is tussen de grootte van de vrije huursector en de doorstroming. In landen met een grotere vrije sector verhuizen mensen over het algemeen vaker.

### Toegankelijkheid

De thema's betaalbaarheid en beschikbaarheid hebben een nauwe relatie met de toegankelijkheid van de markt. Via de Woningwet wordt door de Rijksoverheid de betaalbaarheid van het wonen verzekerd. Deze wet geeft kaders mee aan betaalbaarheid van het wonen op lokaal niveau richting betrokken woningcorporaties en gemeenten. Een extra middel van het Rijk voor sociale huur is de huurtoeslag (Schilder et al., 2020).

Met name voor huishoudens die teveel inkomen hebben voor de sociale sector, maximaal €40.024 (met 10% uitzondering tot €44.655) (Rijksoverheid, 2021), is de huurwoningmarkt slechter toegankelijk geworden. Door de verzwaring van de hypotheekregels en de eisen aan inkomen voor sociale huur hebben middeninkomens een lastige positie op de woningmarkt (Schilder et al., 2020). Deze huishoudens verdienen te weinig voor een toereikende hypotheek om een koopwoning te kopen en in de huursector is weinig beschikbaar.

Door de verzwaarde leennormen voor koopwoningen is de toegankelijkheid beperkend, maar niet fataal. Door de beperking van de verhouding tussen het inkomen en de maximale hypotheek, de zogenaamde loan-to-income ratio en het stellen van grenzen aan aflossingsvrije hypotheeken kunnen kopers minder lenen, maar er kan evengoed wel gekocht worden. De verlaging van de maximale loan-to-value ratio (de hoogte van de lening in relatie tot de waarde van de woning) is een zwaardere beperking om te kunnen kopen dan de andere maatregelen; voor alle drie de maatregelen geldt dit met name voor starters (Schilder et al., 2020). In 2021 is er voor starters een extra stuk verruiming gekomen in de vrijstelling van de overdrachtsbelasting voor starters tot 35 jaar bij woningen met een aanschafwaarde tot €400.000. Bij nieuwbouw is geen sprake van overdrachtsbelasting. Eerder was er al een schenkingsvrijstelling voor de aankoop van een koopwoning, de zogenaamde jubelton (ongeveer €100.000).

In 2015 hadden middeninkomens regionaal nog redelijk toegang tot de woningmarkt door de toegankelijkheid van de koopsector en viel daardoor de beperkte omvang van het middenhuursegment nauwelijks op (Schilder en Conijn, 2015). Nu in 2021 is dit door de excessieve prijsstijgingen in de koop niet meer aan de orde. Wellicht zijn er nog regionale verschillen, maar de prijsstijgingen breiden zich als een olievlek uit.



toegankelijkheid huur en koop (prijspeil 2021)			
		huur	koop
hoogte inkomen (CPB)			
€ 55.500	en hoger	dure huur (vrije sector) boven €1.000,-	mits voldoen aan hypotheekregels vrijstelling OB tot €400.000
€ 40.024	€ 55.500	middenhuur (vrije sector) tussen €752,33 en €1.000,-	ontoereikend mits Koopstart-regeling
<b>tot</b>	<b>€ 40.024</b>	sociaal (huursubsidie mogelijk) tot €752,33	ontoereikend

Figuur 2: Schema toegankelijkheid huur en koop gerelateerd aan inkomen (eigen bewerking)

### 2.2.1. Betaalbaarheid

Betaalbaarheid geeft het deel aan wat wordt besteed aan wonen ten opzichte van het inkomen. Dit kan middels een woonquote of budgetbenadering waarbij wordt bekeken of de kosten van levensonderhoud en wonen binnen het inkomen blijven (Lennartz et al., 2019).

#### Inkomensbeleid versus woonbeleid

De betaalbaarheid van het wonen in met name de huur staat onder druk. Hogere huren zijn ingegeven door zowel de verbeterde woningkwaliteit, de gestegen bouwkosten als de verhuurderheffing en hebben tot gevolg dat de huren de afgelopen jaren met meer dan de inflatie zijn gestegen. Betaalbaarheidsproblemen worden echter niet uitsluitend door hoge woonlasten veroorzaakt. Een versterkende factor is dat in dezelfde periode het (minimum)inkomen is achtergebleven bij de stijging van de kosten van levensonderhoud. De oplossing van sommige betaalbaarheidsproblemen liggen daarom eerder in het inkomensbeleid dan in het woonbeleid (Corel, 2020; Schilder et al., 2020). Kenmerkend daarvoor is de betaalbaarheid van koopwoningen en middenhuurwoningen in vooral de grote steden voor de zogenoemde sleutelberoepen werkzaam in het onderwijs, de zorg en politie. De betaalbaarheid staat onder spanning omdat de lonen landelijk geregeld zijn terwijl de kosten voor wonen en levensonderhoud in de steden hoger liggen (Groot, 2020). Deze groep is een typisch voorbeeld van middeninkomens die boven de inkomensgrens van de sociale huursector uitkomen en daarom aangewezen zijn op koopwoningen en vrije sectorhuur. Een oplossing voor deze sleutelberoepen is door woningen beneden de marktprijs te verhuren of te verkopen, maar dit verstoort daarentegen de verdeling van woningen en draagt op een negatieve wijze bij aan de verhoging van de vraag naar woningen in de grote stad. Vanuit economisch oogpunt is het een gerichtere oplossing om een toelage te geven die naar keuze voor wonen gebruikt kan worden, zodat deze doelgroep werkelijk een keuze heeft waar te gaan wonen (Groot, 2020). Ook hier zijn betaalbaarheidsproblemen meer vanuit perspectief van inkomensbeleid dan vanuit woonbeleid te typeren.

Vanuit het perspectief dat een gelijkwaardige woning in de huursector hogere woonlasten heeft dan een koopwoning is het noemenswaardig dat het beleid van de overheid zo sterk gericht is op het stimuleren van huur en gelijktijdig het kopen lastiger wordt gemaakt door verzwaaarde leennormeringen op te leggen. Dit wordt nog versterkt door de indirecte waardeinstijging van een koopwoning waarmee vermogen wordt opgebouwd. Vooral starters zijn de dupe van dit beleid (Van Hoek et al., 2020).

Het EIB (2020) adviseert om voldoende koopwoningen te bouwen en bij de leennormen de verwachte inkomensgroei van jonge starters mee te rekenen om meer te kunnen lenen en/of eerder te kunnen kopen, maar wel rekening houdend dat de woonquote niet te hoog wordt om financiële tegenvallers op te kunnen vangen. Bijkomend voordeel is dat het de doorstroming op de woningmarkt niet belemmert.

Overheden dienen een langetermijnvisie en langetermijnstrategie te ontwikkelen voor betaalbaarheid en het middensegment met daarbij gerichte regelgeving voor de realisatie van (energiezuinige) woningen in het middensegment en dienen daarvoor ook gronden beschikbaar te stellen (Theseira, 2020). Daarnaast adviseert Stauttner (2021) om ontwikkelaars en aannemers te stimuleren om met efficiënte woonconcepten te komen en daar geen hoge residuele grondprijs aan door te rekenen door de gemeente. Door een lage kostprijs en beperkt rendement kan in betaalbare woningen worden voorzien.

invloed woonbeleid en inkomensbeleid op betaalbaarheid			
	woonbeleid		inkomensbeleid
huur en koop	- gestegen bouwkosten door gasloos bouwen	-	kosten levensonderhoud harder gestegen dan (minimum) inkomen
huur	- hogere huren door hogere woonkwaliteit	-	sleutelberoepen landelijk zelfde inkomen, maar in stad hogere kosten
	- hogere huren door verhuurdersheffing	+	huursubsidie
	+ huurprijsgrens gekoppeld aan inkomen ipv WWS-puntengrens	+	huurprijsgrens gekoppeld aan inkomen ipv WWS-puntengrens
	- hogere woonlasten dan koop		
	+ gereguleerde prijsstijging middenhuur (o.a. Noodknop)		
koop	- LTV en LTC en beperking aflossingsvrij minder leencapaciteit	+	subsidie door hypotheekrenteaftrek
	+ lagere woonlasten dan huur	-	flexibel arbeidscontract beperkt leencapaciteit
	+/- indirect vermogen door waardestijging	-	hogere studieschuld beperkt leencapaciteit
	+ vrijstelling overdrachtsbelasting als starter	+	betrekken inkomensperspectieven bij inkomensnormen
	- door schaarste excessieve prijsstijgingen		

Figuur 3: Schema invloed woonbeleid en inkomensbeleid op betaalbaarheid huur en koop (eigen bewerking)

### Betaalbaarheidsproblemen

Het EIB (2020) heeft een studie gedaan welke zich richt op de feiten rond betaalbaarheid. Veelal wordt gesuggereerd dat betaalbaarheidsproblemen tegenwoordig hoger zijn dan vroeger, maar dit onderzoek van EIB wijst uit dat de gemiddelde woonquote van 2009 nagenoeg gelijk is aan de woonquote van 2018. De woonquote geeft de woonlasten als aandeel van het inkomen aan (Van Hoek et al., 2020).

Ook bij middeninkomens wordt vaak naar problemen met betaalbaarheid verwezen, maar anders dan men zou verwachten is het aandeel huishoudens binnen de risicogroep veel lager dan het aandeel bij de lage inkomens. Opmerkelijk is juist dat het aandeel bij de vrije huursector het hoogst scoort (Van Hoek et al., 2020). 40% van de eenpersoonshuishoudens heeft een hoge woonquote tegenover 12% bij de meerpersoonshuishoudens. Een lagere woonquote is hier nodig omdat meer personen van hetzelfde inkomen moeten rondkomen (Van Hoek et al., 2020).

Om mogelijke betaalbaarheidsproblemen te voorkomen pleit het IVBN (2019) voor een huurprijsgrens gerelateerd aan de een maximale inkomensgrens. De maximale puntengrens zoals in de gereguleerde sector wordt gehanteerd wordt afgeraden omdat hiermee niet wordt voorkomen dat huurders in een te dure huurwoning terecht komen. Een verhuurder is dan eerder geneigd de huurwoning uit te ponden dan om de huur te verlagen, met als gevolg dat het aantal middenhuurwoningen zal afnemen.

In aansluiting daarop ziet Stauttner (2021) een huurquote als oplossing om ook meer huur te kunnen vragen zodat er meer geïnvesteerd kan worden in huurwoningen.

#### 2.2.2. Beschikbaarheid

De beschikbaarheid en segmentering is door de overheidsregulering een rekbaar begrip geworden. Het Urban Land Institute (ULI) heeft in internationaal verband onderzoek gedaan naar factoren die de realisatie van woningen in het middensegment bemoeilijken. Uit dit onderzoek volgt onder andere dat er een definitie dient te komen van wat het middensegment/ middeldure segment inhoudt in zowel de huursector als de koopsector én hoe deze bandbreedte zich verhoudt tot de vigerende marktconforme prijzen (Theseira, 2020). Volgens Conijn en Schilder (2015) behoren corporatiewoningen met een maandhuur tussen de liberalisatiegrens en €1.000,- tot het middenhuursegment evenals huurwoningen uit de vrije sector met een maandhuur tussen €550,- en

€1.000,- (prijspeil 2015). Het IVBN pleit voor een lagere liberalisatiegrens van €600 zodat meer huurwoningen tot het middenhuursegment kunnen behoren (IVBN, 2018).

Hierna worden mogelijke oplossingen voor meer woningaanbod door nieuwbouw en doorstroming behandeld in relatie tot het bestaande woningvoorraad.

#### Nieuwbouw loopt achter

Het woningtekort is in veel regio's al te hoog en het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen blijft achter lopen op de doelstelling van in totaal 75.000 woningen per jaar zoals die in de Nationale Woonagenda in 2018 is vastgesteld. Als het nieuwbouwaanbod kan worden verhoogd heeft dit positieve gevolgen voor de betaalbaarheid en toegankelijkheid van de woningmarkt. Tevens is het bouwen van woningen een goede oplossing tegen de schaarste en de daarmee samenhangende hoge prijzen (Schilder et al., 2020 en Van Hoek et al., 2020).

Volgens Stauttener (2021) is er een huidig tekort van circa 350.000 woningen. Er zijn veel partijen, die in de komende 10 jaar 1 miljoen woningen willen bouwen om deze achterstand in te lopen. Maar als prijsstabilisatie niet leidt tot prijsdaling in huur en koop, dan blijft het grote verschil tussen de huur- en koopmarkt bestaan en daarmee de huidige problemen van betaalbaarheid. Het opvoeren van de bouwproductie is goed om het probleem structureel aan te pakken, maar duurt echter te lang en is onacceptabel als enige oplossing.

Uit de WoON-onderzoeken van 2015 en 2018 blijkt dat voor een evenwichtige woningmarkt tussen de 8% en 9% van de woningvoorraad uit middenhuurwoningen zou moeten bestaan. In 2020 is dit aandeel 7%, wat een tekort van tussen de 80.000 en 100.000 woningen uit het middenhuursegment inhoudt (Dopper, 2020).

#### Stapelning van eisen

De roep om meer woningen bouwen is makkelijker gezegd dan gedaan, want bouwen is een tijdrovend en traag proces. Volgens Schilder (2020) worden beleid en planning als belangrijkste oorzaken aangewezen voor de vertraagde woningbouwproductie, terwijl beleid maar één schakel is in het geheel. De stapeling van eisen zoals klimaatadaptatie, biodiversiteit, energietransitie, mobiliteit en participatie werkt de nodige vertraging in de hand. Groot (2020) beschrijft nog een andere belangrijke oorzaak voor de schaarste van woonruimte. Lokaal stapelen gemeenten maatschappelijke doelen en inrichtingseisen bovenop de eerdere genoemde eisen. Dit zijn eisen op gebied van architectuur en stedenbouw, parkeerbeleid, duurzaamheid en verdeling van woningcategorieën. Na invoering van de Woningwet 2015 kopen woningcorporaties het door de gemeente opgelegde aandeel sociale huurwoningen binnen projecten. Omdat corporaties nagenoeg nooit de marktprijs betalen voor nieuwbouwwoningen dient deze 'korting' te worden verevend met het rendement die de ontwikkelaar realiseert op de vrijesectorwoningen (Groot, 2020).

Een tegenargument voor de stapeling van de eisen is dat regels zoals in een bestemmingsplan zijn bedoeld voor een goede ruimtelijke ordening en daarmee een breder maatschappelijk perspectief ondervangen dan alleen het faciliteren van nieuwbouw (Schilder, 2020).

#### Meer bouwlocaties

Het vergroten van het aantal bouwlocaties in de periferie van de grote steden is volgens Groot (2020) de meest voor de hand liggende oplossing om de druk te verlichten waar de schaarste ook het grootst is en daar de betaalbaarheid van woningen te verbeteren. Hiertoe heeft het Rijk inmiddels verschillende stappen gezet zoals het verhogen van de maximale (harde) plancapaciteit en heeft via woondeals meer regie genomen bij lokaal nieuwbouwbeleid. Het IVBN (2018) pleit eveneens voor meer geschikte bouwlocaties en verhoogde plancapaciteit in de periferie van steden en buiten de Randstad om meer middenhuurwoningen te kunnen bouwen voor institutionele beleggers. Voor een goede verbinding tussen de binnensteden en de periferie is een flinke impuls nodig voor de opwaardering van het openbaar vervoer.

Stauttner (2021) benoemd maatregelen zoals juist nu klein, snel en veel aantallen bouwen, met de flexibiliteit en mogelijkheid deze om te kunnen zetten of samen te voegen om op termijn in grotere en toekomstbestendige woningen te kunnen voorzien.

Het aandeel middenhuurwoningen kan ook door nieuwbouw of transformatie in opdracht van particulieren worden verhoogd. Dit is tot nu toe beperkt gebeurd vanwege hoge voorinvesteringen tot de eerste huurinkomsten en ingewikkelde wet- en regelgeving behorend bij nieuwbouw. Om hier verandering in te brengen is het een kans voor de overheid om build-to-let aan te moedigen boven buy-to-let (Schilder et al., 2021).

#### Verschuivingseffecten

Naast meer nieuwbouw kan het aandeel middenhuurwoningen ook op een andere wijze worden vergroot. Volgens Schilder (2020) komt op basis van het woningwaarderingstelsel meer dan de helft van de corporatiewoningen in aanmerking om een huur boven de liberalisatiegrens te mogen vragen. Het probleem verschuift daarmee van de middeninkomens naar de lage inkomens omdat er daardoor minder sociale huurwoningen beschikbaar zijn; de woningmarkt is nu eenmaal een gesloten systeem (Schilder, 2020). Het oprekken van de inkomensgrens voor middeninkomens om in aanmerking te komen voor een sociale huurwoning heeft eenzelfde negatief verschuivingseffect voor de lage inkomens die daardoor minder kans maken op dezelfde woning. Het verschuivings-effect treedt ook op bij buy-to-let omdat er geen nieuwe woningen worden toegevoegd, maar er alleen sprake is van een verschuiving van koop naar huur (Schilder et al., 2021).

Het verschuivingseffect doet zich ook voor bij nieuwbouw. Een hoger aandeel van sociale huurwoningen of hoger aandeel middenhuur bij nieuwbouw leidt door de verevening binnen een project niet tot een hoger aantal woningen. Het extra aanbod in het ene segment komt in de plaats van het aandeel in het andere segment (Groot, 2020).

#### Politieke keuze

Als eerder genoemd behoren veel huurwoningen feitelijk tot het middensegment, maar worden onder de liberalisatiegrens verhuurd. Deze woningen hebben dezelfde kwaliteit en uit politiek oogpunt kiest men voor de sociale huur. Het effect van een lage huur en de onmogelijkheid en/of wens van de corporatie om niet te verkopen, leidt ertoe dat niet wordt gerekend met indirect rendement en daardoor een (fictieve) onrendabele top bij corporatiewoningen. Deze marktverstoring is een kenmerk van de Nederlandse volkshuisvesting onder andere ingegeven door een politieke keuze (andere landen hebben een kleinere of geen sociale sector). Door deze keuze worden dus weinig middenhuurwoningen tussen de liberalisatiegrens en €1.000,- aangeboden. Terwijl als de werkelijke huur op basis van het woningwaarderingstelsel zou worden gevraagd dan is het middenhuursegment wel ruim voldoende (van Hoek et al., 2020). Daarmee is de beschikbaarheid rekbaar te noemen.

#### Doorstroming

Gemeenten en corporaties moeten beseffen dat voldoende aanbod van een gezond geprijsd middensegment de doorstroming vanuit sociale huurwoningen bevordert. Een juiste verdeling van sociale huur, middenhuur en koop draagt bij aan een goede doorstroming en versterkt de sociale en economische cohesie in een wijk (Dopper, 2020). Omdat scheefhuurders veelal in een woning van hoge kwaliteit voor relatief weinig huur wonen is de verhuisgeneigdheid laag (Dopper, 2020). Een advies voor een inkomenstoets om de drie jaar moet de doorstroming bevorderen voor de huurders die inmiddels teveel inkomen hebben en daardoor niet meer tot de doelgroep behoren. De woning komt weer voor de doelgroep beschikbaar (IVBN, 2019).

Meer aandacht voor een kwalitatief programma in plaats van de hoeveelheid brengt verhuisketens op gang. Het hoogste multipliereffect treedt op bij nieuwbouw seniorenwoningen (in de middenhuur) omdat de langste verhuisketen kan worden gecreëerd en daarmee de meeste huishoudens kunnen verhuizen naar een geschikte woning (Dopper, 2020; Stauttner, 2021).

Huishoudens die gesubsidieerd starten met hun wooncarrière door een lagere middenhuur te betalen dan de markthuur krijgen het lastiger als ze willen doorstromen naar een eerste koopwoning (Groot, 2020). Vanwege het gat zullen ze bereid moeten zijn om meer te betalen om een financiële overbrugging te kunnen maken (van Hoek et al., 2020).

Starters worden vooral getroffen door de hoge huizenprijzen. Huishoudens die al een koopwoning bezitten profiteren van de waardestijging van hun eigen woning, maar als ze willen verhuizen zullen zij ook duurder terug moeten kopen. Het verschil is echter kleiner dan bij starters (Groot, 2020).

### 2.2.3. Kwaliteit

Als derde thema van de ijzeren driehoek wordt hierna de kwaliteit behandeld.

De kwaliteit van woningen en buurten staan onder spanning. In krimpgebieden en in buurten met veel sociale huurwoningen staat de leefbaarheid onder druk. De corporatiesector staat met de klimaatdoelen voor 2050 voor een grote verduurzamingsopgave van de woningen (Corel, 2020). Voor het behalen van deze klimaatdoelstelling pleit Stauttner (2021) voor de inzet van een publieke financiering voor verduurzaming van woningen vanuit kostprijsbenadering.

#### Grootte van de woning

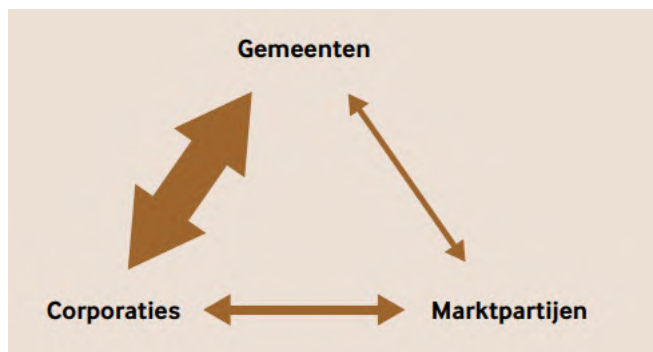
Beleggers vullen hun portefeuille graag met grote appartementen van minimaal 60 tot 80 m<sup>2</sup> woonoppervlak met een substantiële buitenruimte gerelateerd aan de grootte van het woonoppervlak (Gebruiksoppervlakte GBO). De oppervlakte van woningen heeft een direct verband met de aankoopprijs van een complex gezien vanuit het directe rendement, maar ook vanwege het indirecte rendement en risico. Beleggers kiezen daarom vaker voor kleinere woningen met een woonoppervlakte van circa 40 m<sup>2</sup> omdat hier meer vraag naar is door het groeiend aandeel kleine huishoudens. Beleggers gaan eerder voor een lagere absolute huurprijs bij een kleinere woning (vanwege grotere doelgroep en meer courantheid) dan een hogere absolute huurprijs voor de grotere woning (minder courant en kleinere doelgroep). Voor grondgebonden eengezinswoningen is een woonoppervlak van ruim 105 m<sup>2</sup> vereist (IVBN, 2018 en 2019).

effect beschikbaarheid woningaanbod		kwantitatief	kwalitatief
<b>maatregelen</b>			
<b>verhuur</b>	verhuur corporatiewoning o.b.v. WWS-punten	geen extra aanbod	verschuiving sociaal naar middenhuur
	marktconforme huur	geen extra aanbod	omvangrijk aanbod middenhuur ten koste van sociaal
	buy-to-let	geen extra aanbod	verschuiving van koop naar huur
	inkomenstoets om de 3 jaar	passender beschikbaarheid voor doelgroep	bevordert doorstroming
	aanbod middenhuur beneden markthuur	geen extra aanbod	hulp begin wooncarrière; doorstroom lastiger
<b>nieuwbouw</b>			
<b>doelstelling 75.000 woningen bouwen per jaar</b>	vergroten voorraad middenhuur	oplossing tekort 350.000 woningen (2021)	
	build-to-let	tekort 80.000 - 100.000 woningen (2020)	8% a 9% woningvoorraad middenhuur nodig
	kleinere woningen	extra aanbod huur	build-to-let geeft nieuw aanbod huur
	klein, snel, veel en flexibel bouwen	meer aanbod op zelfde plot	voorzien in behoefte bij kleine huishoudens
	vergroten aantal bouwlocaties in periferie	korte termijn meer aanbod	lange termijn aanpasbaar aan behoefte die dan leeft
	extra aanbod	verbetering aanbod openbaar vervoer nodig	
<b>beleid overheid</b>			
stapeling van kwaliteits- en inpassingseisen	aandeel sociaal in verordening of overeenkomst	vertraging nieuwbouw	beperking beschikbaarheid woningbouwlocaties
	goede mix aandeel sociaal en middenhuur	garantie aandeel sociaal	verevening rendement ontwikkelaar
	bevorderen doorstroming	garantie aandeel huur	versterking sociaaleconomische structuur
	meer aandacht kwalitatief programma	geen extra aanbod	alleen bij wijziging in leefsituatie
	langste verhuisketen bij senioren	verhuisketens komen op gang	

Figuur 4: Schema effect maatregelen kwantitatief en kwalitatief op beschikbaarheid woningaanbod (eigen bewerking)

### 2.3. Actoren in de huursector

Ten aanzien van de *deelvraag hoe betrokken partijen een rol kunnen spelen* worden de actoren in de huursector nader belicht. Zowel Gemeenten/overheid als institutionele en/of particuliere beleggers en woningcorporaties zijn de belangrijkste spelers bij het aanbod van middenhuurwoningen (Beuzenberg, 2018).



Figuur 5: De ongelijkzijdige driehoek geeft de intensiteit aan van de onderlinge relatie (Beuzenberg, 2018).

#### Vertrouwen

Uit onderzoek in 2018 door Stec Groep blijkt dat ongeveer de helft van de gemeenten beleggers niet vertrouwen (Dopper, 2020). Beleggers zijn onbekend terrein en onbekend maakt onbemind. Hier geldt dat een kleine groep 'snelle jongens' de beeldvorming bepaald voor de grote groep beleggers, waaronder de institutionele belegger, waardoor de goeden moeten lijden onder de kwaden. Theseira (2020) en Dopper (2020) adviseren mede daarom om te investeren in het vertrouwen tussen de publieke en private sector, kennisuitwisseling laagdrempelig te maken en nieuwe financieringsmodellen te ontwikkelen om onzekerheid in de ontwikkeling te verminderen.

#### 2.3.1. Verhuurders in het middensegment

Particuliere beleggers/verhuurders zijn niet allemaal hetzelfde en hebben ook geen gelijksoortige strategie. In de particuliere sector kunnen twee groepen worden onderscheiden: particuliere beleggers/verhuurders die voor hun eigen inkomen investeren en verhuren en institutionele investeerders die voor pensioenfondsen en verzekeraars beleggen en verhuren (Schilder et al., 2020). Particuliere beleggers beleggen vaak in bestaande bouw, institutionele beleggers investeren met name in grootschalige nieuwbouw in de Randstad en binnensteden (Lennartz et al., 2019).

#### Private huursector gezien als oplossing

Lennartz (2019) betoogt dat de particuliere huursector een belangrijke functie heeft binnen de Nederlandse woningmarkt. Met een ruimer middensegment hebben huishoudens meer kans hun woonwensen na te streven wat bijdraagt aan een beter functionerende woningmarkt (Schilder en Conijn, 2015). Omdat woningcorporaties niet meer kunnen doen voor het middensegment vanwege de Woningwet is het aan de particuliere huursector deze handschoen op te pakken om meer middenhuurwoningen toe te voegen aan de woningmarkt (Lennartz et al., 2019).

De private huursector kan een oplossing zijn in deze toegankelijkheids- en betaalbaarheidsproblematiek van huishoudens die teveel verdienen voor een woning in de sociale huursector, maar ook te weinig kunnen lenen voor een woning in de koopsector (Lennartz et al. 2019). De aankoop van een woning is namelijk voor een aanzienlijk deel van de markt een probleem geworden doordat tijdens de crisis tussen 2008-2014 strengere leennormen zijn ingevoerd, meer mensen een flexibel arbeidscontract en vaker hoge studieschulden hebben. Dit ondanks de eerdergenoemde maatregelen voor koopstarters zoals de jubelton en vrijstelling overdrachtsbelasting. Daar komt bij dat de verkoopprijzen van de woningen snel stijgen door woningtekorten vanwege weinig aanbod en stijgend aantal huishoudens. Een voordeel van de particuliere huursector is dat er nauwelijks wachtlijsten zijn en er minder eisen aan arbeidscontracten en inkomen worden gesteld (Schilder et al., 2021).

### Private huursector gezien als probleem door buy-to-let

Maar er zijn ook negatieve effecten te bespeuren omtrent de toename van de particuliere huursector. Door het ongewenste neveneffect van de hoeveelheid koopwoningen die door buy-to-let in huurwoningen worden omgezet, neemt de mogelijkheid voor starters om deze woningen te kopen af en daarom worden deze particuliere verhuurders eerder gezien als verstoorder dan als oplosser van de woningmarkt (Schilder et al., 2021). De beeldvorming rond deze groep wordt versterkt door huisjesmelkers die buitensporige huren vragen en woningen opdelen om meer te kunnen verhuren (Schilder et al., 2021). Ook hier geldt dat een kleine groep de beeldvorming bepalen voor de grote groep, waardoor de goeden moeten lijden onder de kwaden.

Buy-to-let is voor particuliere verhuurders interessant door goedkope financiering met de huidige lage kapitaalmarktrente en weinig leegstandsrisico door een aanhoudende vraag naar huurwoningen mede vanwege de toenemende flexibiliteit van werknemers. Het rendement op de verhuur van woningen is hoger dan op gelijkwaardige investeringen en dit wordt door de fiscaal gunstige regelgeving versterkt. De huur als direct rendement is onbelast en door de mogelijkheid om vermogen en schulden te verevenen voor belastingheffing zijn de kosten laag. Het indirecte rendement van waardevermeerdering van het onroerend goed komt hier nog bovenop (Schilder et al., 2021). Door toenemende schaarste stijgen zowel de huurprijzen als de verkoopprijzen van woningen. Vooral in de grotere steden is daardoor de beleggingswaarde hoger dan wat een koopstarter maximaal kan lenen en daardoor ontstaat er geografische segregatie. Het buy-to-let draagt zelfs bij aan het harder stijgen van de verkoopprijzen daar waar veel woningen worden verkocht aan particuliere beleggers (Schilder et al., 2021).

### Regulering overheid

Dit heeft vanuit overheidsbeleid geleid tot de implementatie van de in 2019 ingevoerde noodknop door het Ministerie van BZK. In het hoofdstuk 2.3.3. Overheidsbeleid wordt hier nader op ingegaan. De maatregel zou ertoe kunnen leiden dat institutionele en particuliere beleggers op grote schaal besluiten om hun huidige bezit te verkopen en er woningen in het hogere segment voor terugkopen (Hof et al., 2019). Maar zelfs als het rendement zou dalen dan is dit niet de verwachting omdat beleggers voor de lange termijn in woningen beleggen (Schilder, 2020).

Om voor de lange termijn meer evenwicht op de woningmarkt te verkrijgen is structureel meer nieuwbouw nodig en dient het verschil in subsidies tussen huur en koop verkleint te worden (Hof et al., 2019). De minister van BZK heeft op 15 mei 2020 een brief aan de Tweede Kamer gestuurd waarin een tijdelijke huurregulering voor de vrije sector wordt aangekondigd. Dit biedt huurders maar ook verhuurders een stabiel perspectief voor de toekomst doordat buitensporige huurverhogingen en buy-to-let kan worden verhinderd.

Volgens IVBN (2019) wordt de middenhuur ook gereguleerd net als de sociale sector. Dat blijkt uit lokale verschillen in overheidsbeleid op de middenhuursector zodat er geen marktconforme huur kan worden gevraagd. Dat varieert van instandhoudingsplichten van 15 jaar of langer en ook maximale huurprijzerverhogingen (Amsterdam) en/of koppelingen aan de woninggrootte (Utrecht). Om het voor beleggers interessant te houden woningen in het middensegment te verhuren is het advies van IVBN (2019) om een vaste opslag bovenop de inflatiecorrectie vast te stellen met de gemeenten. Door deze marktconforme huurverhoging te hanteren is na de instandhoudingstermijn van meestal 15 jaar de kloof tot de werkelijke markthuurlaag overbrugbaar.

Uit onderzoek van Arkenbout (2018) komt naar voren dat door het gewijzigde Amsterdamse woonbeleid met de verdeling van 40% sociaal-40% middenhuur-20% vrije sector de particuliere belegger niet meer kan en wil beleggen in middenhuurwoningen. Omdat de gemeente niet haar verantwoordelijkheid neemt door met lagere grondopbrengsten genoeg te nemen gaat dit ten koste van het interne rendement van de belegger. Dit zakt van circa 4,5% naar circa 2,5% (Arkenbout, 2018). Er is wat voor te zeggen of niet alle betrokkenen, dus naast gemeente en belegger ook de ontwikkelaar en aannemer, genoeg moeten nemen met lagere rendementen.

## 2.3.2. Huurders in het middensegment

### Flexibilisering maatschappij

De toenemende vraag naar middenhuurwoningen is overduidelijk en drieledig. Naast het eerdergenoemde vacuüm tussen sociale huur en koop voor de middeninkomens (vanaf € 40.000 tot circa € 55.500) en de onbetaalbare (lees: onbereikbaar geworden) koopwoning door de lage rentestand en hypotheekrenteaftrek is de derde reden volgens Dopper (2020) meer uit houding en gedrag te verklaren. Op de arbeidsmarkt is meer sprake van flexibele arbeidsovereenkomsten en mede daardoor meer wisselingen van werkgever. Met een toenemende verschuiving van bezits- naar gebruiksdenken en het uitstellen van het ‘settelen’ komt de vraag naar middenhuurwoningen op een goed ontsloten locatie zowel van de middeninkomens als de hogere inkomens.

### Verhuisgedrag

Het inkomensafhankelijk huurbeleid heeft volgens Janssen (2017) echter weinig effect op het verhuisgedrag van huurders. Verhuisgedrag wordt vooral bepaald door grote veranderingen in de leefsituatie, zoals samenwonen, kinderen krijgen, scheiden of veranderen van baan. Dit laatste wordt volgens Schilder en Conijn (2015) versterkt door de verdere flexibilisering van de arbeidsmarkt en dat toont des te meer de verwevenheid met de woningmarkt aan.

De meeste huishoudens die scheef wonen zijn op leeftijd, wonen al lang in dezelfde woning en zullen geen grote veranderingen in de leefsituatie meer meemaken. Een huurverhoging is voor deze groep niet de motivatie om te verhuizen. Pas na vele jaarlijkse huurverhogingen wordt verhuizen interessant (Janssen, 2017).

### Service

Ook onder ouderen worden middenhuurwoningen steeds populairder. Ouderen sorteren daarbij voor op verlaagde mobiliteit omdat ze door de scheiding van wonen en zorg langer thuis zelfredzaam moeten zijn. Zij verhuizen vanuit vaak grote eengezinswoningen, waarin zij een aanzienlijk vermogen hebben opgebouwd door een afgeloste hypotheek en waardeestijging. Bijkomend voordeel is dat bij een stap naar middenhuur het opgebouwde vermogen vrijkomt en inzetbaar is voor hun droomwens en/of als pensioenpotje. De verhuizing naar een middenhuurwoning is voor deze ouderen meer een service (Dopper, 2020).

De vraag naar middenhuur komt vanuit verschillende invalshoeken zoals doelgroep, leefsituatie en soorten woningen. Bovendien verschilt de behoefte sterk regionaal en bepaald mede de grootte en de huurprijs. In de Randstad en haar periferie is middenhuur meestal een startersproduct, terwijl daarbuiten sprake is van een doorstroomproduct (Dopper, 2020). Hiermee is tevens een antwoord gegeven op de *deelvraag bij welke doelgroepen sprake is van een mismatch*.

Wanneer beleid zich richt op bepaalde doelgroepen, dan moet rekening worden gehouden met de onderlinge wisselwerking. Een verbetering van de positie van een betreffende groep kan leiden tot verslechtering van de positie van een andere groep en omgekeerd (Groot, 2020).

afwegingen en argumenten doelgroep voor keuze huur of koop			
	algemeen / middengroep	jongeren	ouderen
huur	koop onbetaalbaar/onbereikbaar	flexibilisering arbeidsmarkt	overwaarde verzilveren
	flexibel	gebruiksdenken	service
	geen onderhoud	later settelen	voorsorteren verlaagde mobiliteit
koop	lage rente	moment van settelen	bezitdenken
	hypotheekrenteaftrek		overwaarde
	opbouw indirect vermogen door waardeestijging		pensioenpotje
	eigen baas		
huur/koop		in randstad starterproduct	in periferie doorstroomproduct

Figuur 6: Schema afwegingen en argumenten voor huur en koop (eigen bewerking)



### 2.3.3. Overheidsbeleid middensegment

#### Decentralisering

De Nota Ruimte (2004) ging uit van een decentralisatie van verantwoordelijkheden naar provincies en gemeenten en die hebben hun ambities voornamelijk toegespitst op binnenstedelijk bouwen (Corel, 2020).

Tijdens de crisis is in 2012 het plan Wonen 4.0 gelanceerd door NVM, Aedes, Woonbond en Vereniging Eigen Huis, waarin werd aanbevolen dat de woningmarkt flexibeler en efficiënter moest worden en meer keuzemogelijkheden moest bieden. Deze integrale hervorming bestond uit het verlagen van huur- en koopsubsidies, meer werking van de markt en financiële ondersteuning van lage inkomens (Schilder et al., 2021).

#### Centralisering

Vanuit het publiek belang is de roep om weer van Rijkswege te sturen op het ruimtelijke ordeningsbeleid (Corel, 2020). Maar sturing van het Rijk op regionaal niveau is niet effectief omdat regionale markten onderling sterk kunnen verschillen en ambtenaren op lokaal niveau beter kunnen inschatten wat de wensen en behoeften zijn dan een Rijksambtenaar (Schilder, 2020). In de Brede Maatschappelijke Heroverwegingen 'Ruimte voor wonen' van april 2020 worden hier bouwstenen voor aangedragen (Corel, 2020). Hier wordt verder niet op ingegaan. Rijkssturing is overigens geen garantie voor succes: ten tijde van de Vinex met sturing door het Rijk was er ook sprake van een woningtekort (Schilder 2020). De rol van de Rijksoverheid is niet uitvoerend, maar moet vooral in beleid worden gezocht. Op versnelling door minder of andere procedures hoeft men niet te rekenen omdat meerdere recente wet- en regelgeving dit al heeft beoogd (WRO (2008), de WABO (2010), de Crisis- en herstelwet (2010) en de aanstaande Omgevingswet (2016, inwerkingtreding 2021).

#### Instrumenten huurregulering

In april 2019 heeft het Ministerie van BZK een 'noodknop' ingevoerd om huishoudens met een middeninkomen te kunnen helpen die als gevolg van schaarste te maken krijgen met sterk stijgende huurprijzen. De noodknop middenhuur is bedoeld om via prijsregulering in de vrije huursector te hoge huurprijzen tegen te gaan, zodat de beschikbaarheid van huurwoningen voor middeninkomens wordt vergroot door bestaande huurwoningen in het middensegment te behouden en zelfs het omlaag brengen van de huren zodat deze woningen tot het middensegment gaan behoren. De noodknop is gericht op de aanvangshuurprijs en niet op de stijging van de huur (Hof, 2019). De noodknop kan alleen ingezet worden door een gemeente op nieuwe huurwoningen als er een lokaal aantoonbaar tekort van middenhuurwoningen bestaat waarvan de WOZ-waarde niet hoger is dan €300.000,- en de jaarhuur niet meer is dan 6% van de WOZ-waarde (Schilder et al., 2020).

Beleggers hebben enerzijds te maken met hun opdrachtgevers om bij verhuur de markthuur te hanteren, maar anderzijds met de gemeente die maatwerkafspraken wil maken. Volgens het IVBN (Vereniging van professionele Beleggers in Vastgoed Nederland) (2019) is een instandhoudings-termijn van 15 jaar reëel voor professionele beleggers, waaronder institutionele investeerders temeer de exploitatietermijn vaak tussen de 25 en 30 jaar bedraagt. Een langere termijn dan 15 jaar is vanwege de vereiste taxaties wel problematischer.

Het inkomensafhankelijke huurbeleid is erop gericht om scheefwoners te prikkelen om te verhuizen naar een koopwoning of vrijesectorhuurwoning. Op deze manier zouden meer sociale huurwoningen vrijkomen voor de doelgroep: mensen met een laag inkomen. Huurders met een middeninkomen spelen hier een cruciale rol, maar het aanbod is beperkt. Eerder is al aangegeven dat dit beleid weinig effect heeft op het verhuisgedrag van huurders en scheefwoners (Janssen, 2017).

#### Instrumenten segmentering en quoterig nieuwbouw

Omdat de vraag naar middenhuur niet overal in Nederland even hoog is, legt het kabinet de verantwoordelijkheid op lokaal niveau neer (Beuzenberg, 2018). Dopper (2020) geeft instrumenten aan om meer middenhuur vast te laten leggen door de gemeenten. Dit zijn opname in het

bestemmingsplan en/of doelgroepenverordening, een huisvestingsverordening, een anterieure overeenkomst en via erfpacht. Aanvullend geeft Schilder (2020) vergunningen, samenwerkingsovereenkomsten of prestatieafspraken als mogelijkheden op voor maatwerk door voorschriften op te nemen in lokale wet- en regelgeving.

Deze mogelijkheden tot regionale sturing worden in de nieuwe Omgevingswet nog verder uitgebreid omdat gemeenten verplicht worden om een gebiedsvisie op te stellen waarin haar beleid over de woningmarkt dient te worden beschreven. Op deze manier kunnen gemeenten meer sturing geven aan de omvang, samenstelling en kwaliteit van de woningbouwproductie en komen middenhuurwoningen werkelijk terecht bij de beoogde doelgroep. Ook is het voor een gemeente mogelijk om een maatschappelijk fonds op te zetten om nieuwbouw te stimuleren (Schilder et al., 2020).

Vanuit de overheid wil men onder andere via een anterieure overeenkomst de bouw van 'middenhuur' afdwingen door het hanteren van prijssegmenten en quoteringsregelingen waarbij tussen de 20% en 40% middenhuur moet worden gebouwd. Het beleid brengt volgens Van Hoek (2020) de nodige problemen met zich mee. Het eerste probleem is dat zonder subsidie vanuit de gemeente of belasting er geen woningen onder de marktprijs kunnen worden aangeboden. Het tweede probleem is dat er alleen sprake is van een verschuiving ten gunste van middenhuur, maar dit gaat ten koste van vrije sector koopwoningen en daarmee ook de doorstroming. Tevens levert het beleid geen extra nieuwe woningen op (Van Hoek et al., 2020).

Daarom pleit IVBN (2018) voor een minimum van 30% vrije sector in bestemmingsplannen en voor het middenhuursegment afspraken over de aanvangshuur en huurverhoging in combinatie met een marktconforme grondprijs. Te strikte voorwaarden werken juist averechts voor beleggers om te investeren in een gemeente. Het beeld in 2018 is dat beleggers juist heel graag investeren en dat de taxatie van een beleggerswoning op leegwaardeniveau nagenoeg gelijk is aan de verkoopprijs VON van een koopwoning.

Arkenbout (2018) stelt dat de gemeente over voldoende instrumenten beschikt om meer middeldure huurwoningen te realiseren met behoud van voldoende rendement om de projecten financieel haalbaar te maken. Dit zijn een verplichte exploitatieperiode en een jaarlijkse huurindexatie volgens CPI + 1%. Arkenbout (2018) onderschrijft het om een groter aandeel vrije sector huurwoningen vast te leggen binnen het project.

Het veranderende woonbeleid kan een bron zijn voor maatschappelijke gevoelens van onbehagen vanuit afnemende controle en toenemende onzekerheid (Schilder et al., 2020). Het verhelpen van de benoemde problemen op de woningmarkt is echter lastig.

effect overheidsbeleid	huur	koop	huur en koop
<i>ingrepen woningmarkt</i>			
loan to income / loan tot value	geen	beperking leencapaciteit	
beperking aflossingsvrije hypotheek		beperkt toegankelijkheid	
vrijstelling overdrachtsbelasting	geen	prijsstijging	
buy-to-let en Noodknop	meer beschikbaar middenhuur meer huuraanbod	prijsstijging wijk verdringing koopstarter	verschuiving koop naar huur
regulering zowel sociaal als middenhuur	koppeling woninggrootte instandhoudingsplicht max verhoging inflatie plus 1%	geen	
instrumenten gemeente Bestemming/verordening/overeenkomst Omgevingswet	meer vastlegging aandeel middenhuur		verschuiving koop naar huur geen additionele toevoeging minder vrije sector beperkt doorstroming
inkomensafhankelijk huurbeleid	meer sociaal beschikbaar meer doorstroming effect op verhuisgedrag is laag		

Figuur 7: Schema effect ingrepen overheidsbeleid op woningmarkt voor huur en koop (eigen bewerking)

## 2.4. Publieke financiering

Door de inzet van publieke financiering ontstaat ruimte om afspraken te maken voor blijvende betaalbaarheid. Stauttener (2021) pleit voor de inzet van publieke financiering die het voor starters mogelijk moet maken betaalbaar woningen te kopen zoals koopgarant-vormen, waarbij ze minder hoeven te investeren aan de voorkant.

Met een instrument als een GebiedsontwikkelingsInvesteringsZone is het mogelijk op gebiedsniveau afspraken te maken over de investeringen en de wijze waarop deze worden verrekend en terugverdiend. En tot slot de inzet van publieke fondsvorming voor extra financieringsmiddelen voor extra investeringsvolume in middenhuur door corporaties en gemeenten wanneer aanbieders niet of nauwelijks kunnen voorzien in die behoefte (Stauttener, 2021).

## 2.5. Samenvatting uit theorie en empirische literatuur

De woningmarkt is overigens een gesloten systeem: wanneer de mogelijkheden van de ene groep wijzigen, heeft dat directe gevolgen voor een andere groep; het zijn communicerende vaten (Schilder, 2020). De flexibilisering van de arbeidsmarkt (Schilder en Conijn, 2015) en het loonbeleid (Groot, 2020) zijn van grote invloed op de woningmarkt.

Het onderwerp middenhuur blijft actueel in de discussie over de Nederlandse (huur)woningmarkt. Een belangrijk aandeel van betaalbare en daarmee bereikbare middenhuur zal de woningmarkt beter doen functioneren (Schilder en Conijn, 2015). De thema's betaalbaarheid en beschikbaarheid hebben een nauwe relatie met de toegankelijkheid van de markt. De private huursector kan een oplossing zijn in deze toegankelijkheids- en betaalbaarheidsproblematiek van huishoudens die teveel verdienen voor een woning in de sociale huursector, maar ook te weinig kunnen lenen voor een woning in de koopsector (Schilder en Conijn, 2015; Janssen, 2017; Lennartz et al. 2019). In dit vacuüm is het woningfonds van Timpaan beoogt.

Er zijn meerdere doelgroepen voor middenhuur zoals de middeninkomens en sleutelberoepen, de hogere inkomens die vanuit flexibiliteit huren en ouderen die voorsorteren op beperktere mobiliteit (Dopper, 2020). Bovendien verschilt de behoefte sterk regionaal en bepaald mede de grootte en de huurprijs. In de Randstad en haar periferie is middenhuur meestal een startersproduct, terwijl daarbuiten sprake is van een doorstroomproduct (Dopper, 2020). Deze doelgroepen helpen bij de propositie van het fonds en geven mede het geografisch zoekgebied aan voor de woningen in het fonds (Dopper, 2020).

Het opvoeren van de bouwproductie is goed om het probleem betaalbaarheid structureel aan te pakken, maar duurt echter te lang en is onacceptabel als enige oplossing. En met een tekort van zo'n 80.000 tot 100.000 midden-huurwoningen (in 2020) is de behoefte aan middenhuur duidelijk (Dopper, 2020). Het beleidsadvies om build-to-let te stimuleren mede door de hoge investeringslasten en complexe regelgeving bij nieuwbouw (Schilder et al., 2021) is op het lijf geschreven voor een woningfonds vanuit een ontwikkelaar. Dit geldt zowel in het opvoeren van de bouwproductie voor koop- en huurwoningen als het aanbieden van huurwoningen.

De verwevenheid met de arbeidsmarkt en inkomensbeleid is te complex. Verhuisgedrag wordt vooral bepaald door grote veranderingen in de levenssituatie en niet door beschikbaarheid van woningen via een woningfonds (Janssen, 2017).

### 3. Theoretische inbedding Fondsvorming

In het vorige hoofdstuk is bestaande theorie aangevuld met een diepgaande samenvatting van bestaande empirische literatuur over de toegankelijkheid van de woningmarkt en de doorstroming op de woningmarkt van specifiek het middensegment met de actoren en volkshuisvestelijke instrumenten en beleid.

Deze thema's zijn nodig om de kaders en randvoorwaarden in het speelveld te kunnen onderzoeken waarin een woningfonds voor middenhuur optimaal kan functioneren, maatschappelijk kan renderen en zich kan onderscheiden van andere fondsen door revolverendheid. De theoretische inbedding van fondsvorming wordt in dit hoofdstuk behandeld.

#### 3.1. Woningfonds en portfoliomanagement

##### Theorie

Een beleggingsportefeuille kan uit meerdere onderdelen bestaan zoals aandelen, obligaties, maar ook vastgoed. Vanwege de link met een woningfonds beperken we de theorie van een beleggingsportefeuille specifiek tot (direct) vastgoed. De Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz gaat uit van het optimaliseren van de verhouding tussen rendement en risico weergegeven in een model waarin alle assets en hun onderlinge correlatie zijn weergegeven met een efficiënte grenslijn.

Markowitz geeft aan dat door spreiding van risico over meerdere assets er kan worden belegd tegen een lager risico. Door een portefeuille samen te stellen van meerdere beleggingsobjecten kan specifiek risico worden weggediversificeerd en blijft het marktrisico over. Bij vastgoed is dit bij meer dan 20 objecten aan de hand. De optimale portefeuille is de marktportefeuille. Verdere risicoreductie vindt plaats door onderlinge correlaties zolang dit niet direct gelijk is aan 1.

Asset en Liability Matching (ALM) gaat een stap verder en optimaliseert de verhouding rendement/risico én verplichtingen. Deze wordt veel gebruikt bij pensioenfondsen die rekening moeten houden met het pensioenresultaat en dekkingsgraad.

##### Waarom beleggen in vastgoed?

Redenen waarom in vastgoed zou moeten worden belegd is volgens Hudson-Wilson (2005) de diversificatie, het hoge absolute rendement, de inflatiebescherming en de hoge en stabiele kasstroom. Daarbij komt dat vastgoed lage correlaties heeft met andere beleggingen en ook binnen vastgoedbeleggingen (winkels, kantoren, woningen) zijn de correlaties laag.

In de praktijk is allocatie naar vastgoed lager dan optimaal door het ontbreken van kwalitatief goede beleggingsmogelijkheden, intransparantie, illiquiditeit, imago en historische ervaringen. Dat kan een legitieme reden zijn om vastgoed zelf te ontwikkelen.

Voor de opbouw van een portefeuille zijn de investment beliefs van belang. Voor wie/wat is de portefeuille opgezet, het doel van de portefeuille (inflatiebescherming/rendement/diversificatie), de horizon van de beleggingen, hoeveel liquiditeit en de mate van risico. Dan is er nog keuze in inrichting van de portefeuille met betrekking tot direct of indirect vastgoed, privaat of publiek, intern of extern beheer en tot slot actief of passief beleggen. Deze keuzen zijn - naast de investment beliefs- ingegeven door de omvang, eisen aan controle en kostenoverwegingen.

#### 3.2. Revolverend fonds

In dit hoofdstuk worden de *deelvragen wat de belangrijkste kenmerken en ervaringen zijn met een revolverend fonds en wat daar specifiek op van toepasbaar is op een revolverend woningfonds* verder behandeld.

Een fonds is als een revolverend fonds te beschouwen als partijen garanties of leningen verstrekken aan en/of participeren in projecten met een maatschappelijke doelstelling of zelfs (mee)ontwikkelen in deze projecten, waarbij de investering uiteindelijk terugvloeit in het fonds via rendement, rente en/of aflossing. Het bereik van het fonds hangt samen met de hoogte van de herinvestering en bijbehorende doorlooptijd van de teruggevloeide middelen. (Oldenhof, 2016).

#### Tussenvorm tussen subsidie en financiering

Volgens Heurkens (2020) is een revolverend fonds van belang als tussenvorm voor financiering wanneer er geen subsidie kan worden verkregen en/of als er sprake is van leningen met buitensporige voorwaarden in rentetarief en aflossingsvoorwaarden. Als projecten zonder subsidie niet kunnen slagen dan is er in basis geen haalbare businesscase. Subsidies hebben geen revolverend karakter.

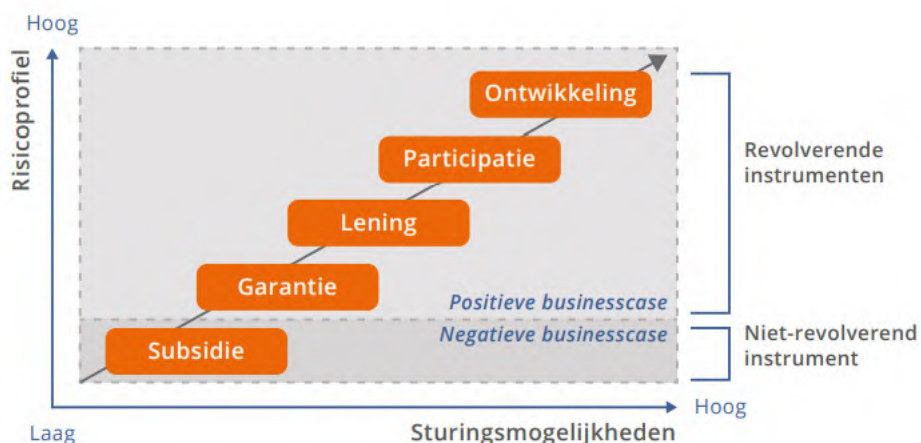
Volgens Van Ginkel en Holt (2012) blijkt de toegevoegde waarde van revolverende fondsen uit het feit dat de verschuiving van subsidie naar investering partijen dwingt meer oog te hebben voor de eindsituatie, waarmee de focus op de lange termijn wordt gelegd in plaats van op eventuele kortetermijnwinsten; dit komt de maatschappelijke effecten ten goede.

Munter (2014) heeft de revolverendheid onderzocht bij de herstructurering van bedrijventerreinen en komt met betrekking tot de investering tot een afwijkende conclusie. De revolverende fondsen die hier worden ingezet zijn gedeeltelijk revolverend en daarom kun je stellen dat het gedeelte wat niet revolveert een verkapte subsidie is. Dat wil niet zeggen dat ze geen functie hebben. Munter (2014) concludeert dat hier duurzaamheid en werkgelegenheid belangrijker worden gevonden dan de revolverendheid van de financiële investeringen.

#### Financiële steun vanuit revolverend fonds

Boelman (2018) omschrijft hoe financiële steun via respectievelijk garantie, lening, participatie en ontwikkeling zich onderling verhouden in betrokkenheid, invloed en mogelijkheid tot sturing en het bijbehorend risicoprofiel (figuur 8). Daarbij geldt dat het risicoprofiel oploopt naarmate de sturingsmogelijkheden groter worden.

Bij leningen en garanties zit het revolverende karakter in het dividend. Bij participaties komt daar waardeontwikkeling van de deelneming bij als risico maar ook als extra rendement (Oldenhof, 2016).



Figuur 8: Manieren financiële steun vanuit revolverend fonds (Boelman, 2018)

#### Voordelen en nadelen van een revolverend fonds

Een revolverend fonds heeft een prikkelender effect als investeringen in gebiedsontwikkelingen ook een publiek belang dienen. Een haalbare businesscase van projecten waarin wordt geïnvesteerd is daarbij een basisvoorwaarde. Het fonds dekt geen verlies in projecten want dan is sprake van

subsidie (Boelman, 2018). De investering werkt als een katalysator en mogelijk als een vliegwiel voor andere betrokkenen om ook te investeren (Heurkens et al., 2020). Omdat het fondsvermogen als eigen vermogen kan worden gezien kan nog een hefboom in werking treden, namelijk de kans om vreemd vermogen aan te trekken (leverage). Dit betekent een extra aantrekkingskracht voor beleggers, investeerders en financiële instituties om mee te doen (Van Ginkel, 2012). De investering kan meerdere malen worden ingezet (Oldenhof, 2016). Volgens Van Adrichem (2018) vervult een fonds meerdere rollen afhankelijk van wat nodig is, zoals facilitator, aanjager, (voor)financier en investeerder.

Een revolverend fonds heeft nog een aantal voordelen. Wanneer het fonds is opgebouwd uit meerdere projecten van verschillende aard en omvang is er sprake van diversificatie en daarmee gespreid risico. Wanneer de initiator de spelregels kan bepalen is er ruimte voor configuratie tussen opbrengsten en risico. Vanwege het publiek belang en het transparante profiel is sprake van maatschappelijk verantwoord beleggen en zijn de risico's in het project beter in te schatten (Handreikingdro, 2021).

Maar een revolverend fonds kent ook de nodige nadelen. Het werkt alleen naast het bestaande instrumentarium en geldt niet voor alle projecten (Boelman, 2018). Revolverende fondsen brengen volgens Oldenhof (2016) ook andere nadelen met zich mee zoals financiële risico's omdat onzeker is of de gehele investering terugkomt. Revolverende fondsen zijn alleen geschikt voor projecten waar ook op financieel gebied een terugverdieneffect bestaat; dus projecten met een maatschappelijk rendement maar nauwelijks financieel rendement zijn niet geschikt voor revolverende fondsen. En tot slot een algemeen nadeel is dat wanneer een investering is gedaan de middelen voor een bepaalde tijd vastzitten in dit fonds.

#### Woningbouwcorporatie

Woningbouwcorporaties zijn het bekendste praktijkvoorbeeld van hoe een revolverend fonds werkt. Voor het verhuren van huurwoningen in hun bezit krijgen ze huur betaald. De woningen worden op termijn verkocht of gesloopt en daar komen nieuwe woningen voor in de plaats die weer worden verhuurd. (Handreikingdro, 2021). In het verleden vervulden woningcorporaties soms de rol als financier, maar door de herziene Woningwet is dat niet meer mogelijk. In plaats daarvan wordt vaker een afnamegarantie gegeven (Van Adrichem, 2018). Middenhuur kan via het niet-DAEB-beleid worden verhuurd door corporaties. Hiermee is antwoord gegeven op de *deelvraag of een revolverend woningfonds een oplossing kan zijn voor middenhuur*.

#### Gebiedsontwikkeling

Vanuit perspectief van beleggers/investeerders en financiers bieden revolverende fondsen een nieuwe propositie: een investeringsfonds dat investeert in Nederlandse gemeenten en regio's, of een investeringsfonds met een specifiek thema, zoals duurzaamheid, een gebiedsontwikkeling of specifieke vastgoedsectoren (Van Ginkel, 2012).

Er wordt steeds vaker financieel geparticipeerd in gebiedsontwikkelingen door zowel maatschappelijke organisaties als beleggers met een lange termijnvisie omdat het besef toeneemt dat hun eigen ambities en bedrijfsdoelen passen bij de maatschappelijke invloed van de binnenstedelijke gebiedsontwikkeling die ze steunen (Heurkens et al., 2020).

Dit wordt mede ingegeven doordat het fonds naast financieel rendement de rendementen op bredere wijzen kan interpreteren. De ontwikkeling draagt bijvoorbeeld bij aan de woningbouw zowel qua aantallen als doelgroepen, maar ook aan duurzaamheid, innovatie, sociale cohesie en versterking van de economische structuur (Boelman, 2018).

Opmerkelijk is dat het revolverend fonds wordt beoordeeld als een van de meest kansrijke instrumenten die Heijn (2017) heeft onderscheiden als katalysator voor binnenstedelijke gebiedsontwikkeling en ook hoog scoort op bekendheid terwijl dit instrument in de Nederlandse praktijk van gebiedsontwikkeling nog niet veel is toegepast.

### 3.3. Governance en institutionele inrichting fonds

Voor succesvolle revolverende fondsen is een goede opzet en beheer van groot belang (Oldenhof, 2016). In dit hoofdstuk wordt de *deelvraag behandeld welke institutionele inrichting en governance past bij een revolverend woningfonds*.

#### Institutionele inrichting

Voor de institutionele inrichting van een revolverend fonds zijn een aantal juridische entiteiten mogelijk. De stichting is minder geschikt, want de winst die een stichting maakt mag alleen worden aangewend voor realisatie van haar statutaire doel. Uit de literatuur blijkt dat bij deze fondsen vaak wordt gekozen voor de rechtsvorm van een besloten vennootschap (Oldenhof, 2016).

#### Governance

Interne governance beschrijft naast de verantwoordings- en toezicht relaties tussen de actoren binnen een revolverend fonds ook de onderlinge onafhankelijkheid. Het investeringsmandaat is een van de belangrijke concepten ten aanzien van de interne governance. Hierin dient volgens Oldenhof (2016) in ieder geval te worden beschreven: de omvang van de investering en de geografische focus van het fonds, investeringscriteria voor een bepaald project, de investeringsperiode, de wijze van beoordeling van de businesscase, beleid omtrent diversificatie, de waardering van garanties en hoe om te gaan met desinvesteringen van projecten.

De fondsbeheerder speelt een hoofdrol bij de selectie en beoordeling van projecten ten aanzien van de doelstellingen van het fonds en de projectrisico's.

### 3.4. Woningfonds en projectontwikkeling

De *deelvraag wat het woningfonds voor Timpaan als ontwikkelaar betekent* wordt hierna beschouwd. Schimmel (2016) heeft onderzocht wat een woningfonds financieel kan betekenen voor een projectontwikkelaar. Het zijn haast tegengestelde disciplinekarakters die aan elkaar worden gekoppeld en daarom was de combinatie schaars in Nederland. Momenteel (2021) zie je meer ontwikkelaars de stap naar een woningfonds wagen. De overeenkomst is dat zij beiden opereren in dezelfde vastgoedmarkt. Wat de verkoopwaarde is voor de ontwikkelaar is de inkoopwaarde voor de belegger. De ontwikkelaar heeft een korte horizon, een hoog risicoprofiel en direct rendement in de vorm van winst- en risicopremie. De belegger daarentegen heeft een laag risicoprofiel en een lange horizon van de investering. De revenuen van een belegger bestaan uit direct rendement vanuit de verhuur van woningen en indirect rendement kan ontstaan door de waardeinstijging van het vastgoed in portefeuille.

Middels berekeningen heeft Schimmel (2016) aangetoond dat een eigen woningfonds financieel voordeel oplevert voor de projectontwikkelaar. De voorwaarden voor een ontwikkelaar om financieel voordeel te laten behalen met een eigen woningfonds zijn de volgende. Er moet liquiditeit aanwezig zijn of aangetrokken kunnen worden. De organisatie moet kennis hebben van en gefaciliteerd zijn op de verhuur van woningen. En tot slot de bereidheid hebben om een deel van de winstneming uit te stellen naar de toekomst (Schimmel, 2016).

Naast de winst uit exploitatie en waardeinstijging van de woningen benoemd Schimmel (2016) de volgende bijkomende voordelen: schaalvoordelen, minder afzetrisico, verbreding van de organisatie, ketenverlenging, gewilde samenwerkingspartner voor gemeenten, bescherming tegen conjunctuurschommelingen (diversificatie), extra fiscale voordelen en mogelijk extra winst bij uitponding. Hiermee is tevens antwoord gegeven op de *deelvragen hoe de eigen projectontwikkeling kan bijdragen aan het fonds en omgekeerd het woningfonds aan de projectontwikkeling*.

voordelen en nadelen van woningfondsen		
kenmerk fonds	voordelen	nadelen
<b>woningfonds</b>	diversificatie absoluut rendement inflatiebescherming stabiele kasstroom leverage / aantrekken vreemd vermogen indirecte waardeestijging	kapitaal voor langere periode vast financiële risico's liquiditeit beschikbaar stellen
<b>revolverend woningfonds</b>	tussenvorm financiering en subsidie focus lange termijn maatschappelijke impact haalbare businesscase is voorwaarde hefboomwerking / katalysator investering kan meerdere malen worden ingezet publiek belang transparant profiel voor investeerders nieuwe propositie	werkt alleen naast bestaande instrumenten  haalbare businesscase is voorwaarde indien revolvering niet lukt is alsnog sprake van subsidie
<b>combinatie fonds - ontwikkelaar</b>	verbreding organisatie minder afzetrisico minder verkoopkosten invloed op kwalitatief goede beleggingsmogelijkheid gewilde partner gemeente en corporatie	aanpassing organisatie en governance uitgesteld resultaat ontwikkeling op beleggingsproduct

Figuur 9: Schema voordelen en nadelen van woningfondsen (eigen bewerking)

### 3.5. Samenvatting uit theorie en empirische literatuur

Belangrijke basisvoorwaarde van een revolverend fonds is een haalbare businesscase van projecten waarin wordt geïnvesteerd. Het fonds dekt geen verlies in projecten want dan is sprake van subsidie. Revolverende fondsen zijn alleen geschikt voor projecten waar ook op financieel gebied een terugverdieneffect bestaat; dus projecten met een maatschappelijk rendement maar nauwelijks financieel rendement zijn niet geschikt voor revolverende fondsen (Oldenhof, 2016; Boelman, 2018).

Boelman (2018) omschrijft hoe financiële steun via respectievelijk garantie, lening, participatie en ontwikkeling zich onderling verhouden in betrokkenheid, invloed en mogelijkheid tot sturing en het bijbehorend risicoprofiel (figuur 8). Daarbij geldt dat het risicoprofiel oploopt naarmate de sturingsmogelijkheden groter worden. Voor een woningfonds vanuit een ontwikkelaar ligt het profiel ontwikkeling voor de hand temeer ze gewend zijn om hogere risicoprofielen te aanvaarden.

Voordeel van een revolverend woningfonds wordt mede ingegeven doordat het fonds naast financieel rendement de rendementen op bredere wijzen kan interpreteren. De ontwikkeling draagt bijvoorbeeld bij aan de woningbouw zowel qua aantallen als doelgroepen, maar ook aan duurzaamheid, innovatie, sociale cohesie en versterking van de economische structuur (Boelman, 2018). Naast de winst uit exploitatie en waardeestijging van de woningen zijn er de volgende bijkomende voordelen te behalen uit de combinatie van een woningfonds bij een ontwikkelaar: schaalvoordelen, minder afzetrisico, verbreding van de organisatie, ketenverlenging, gewilde samenwerkingspartner voor gemeenten, bescherming tegen conjunctuurschommelingen (diversificatie), extra fiscale voordelen en mogelijk extra winst bij uitponding (Schimmel, 2016).

Voorgaande elementen worden hierna verder onderzocht en geverifieerd op eigen projecten middels een scenarioanalyse.



## 4. Toepassing in eigen organisatie; huidige praktijk en positionering van Timpaan

Het antwoord op de *deelvraag wat een marktpartij als Timpaan kan betekenen vanuit een revoluerende positie* wordt duidelijk vanuit de strategie van Timpaan in maatschappelijk rendement en positionering in betaalbaarheid.

Eerder is al aangegeven dat de markt voor middeldure huurwoningen in Nederland in steeds hogere mate wordt gekenmerkt door aanbodtekorten. De koopmarkt is te duur en voor een sociale huurwoning komen ze niet in aanmerking omdat ze daarvoor teveel verdienen. In dit vacuüm kan Timpaan vanuit haar positie als stichting een bijzondere rol spelen. Timpaan is een ontwikkelaar met een bijzondere positie doordat de rendementen terugvloeien in een stichting. Timpaan richt zich op maatschappelijke projecten waar vraag naar is, maar waar de financiering een probleem kan zijn. Daarnaast investeert Timpaan in betaalbaarheid en meer woonkwaliteit. In veel projecten van Timpaan wordt inmiddels circa 15% van het plan ingevuld met de realisatie van middeldure huurwoningen.

Doelstelling is daarbij dat met de verhuur van deze woningen goed kan worden aangesloten op de wensen van de betreffende gemeente, bijvoorbeeld voor wat betreft doelgroepen als ouderen maar ook sleutelpersoneel, die anders niet of moeilijk huisvesting binnen de betreffende gemeente kunnen vinden en ook voor projecten die anders moeilijk van de grond komen.

### 4.1. Positionering betaalbaarheid

Timpaan heeft op het gebied van betaalbaarheid de focus gelegd op het gebied van productmarktcombinaties en financieel-juridische instrumenten waarbij woningen worden ontwikkeld in de sociale en middeldure categorie. Dat zijn de Timpaan Smartwoningen (eigen concept), (kleinere) appartementen en beneden-/bovenwoningen. Voor de goedkope en middeldure woningen worden lagere staatkosten gehanteerd dan de vrijesectorwoningen. Dat is de eerste maatschappelijke bijdrage aan betaalbaarheid.

In gebieden met een overspannen woningmarkt komen starters niet of nauwelijks aan bod. Voor de koopsector hanteert Timpaan hiervoor de Koopstartregeling waarbij kopers 10-33% goedkoper kunnen instappen en er later bij (door)verkoop wordt afgerekend op basis van de gerealiseerde verkoopprijs. Er gelden daartoe wel eisen aan inkomen (in 2021: €52.500 bruto voor alleenstaanden en €62.500 bruto voor tweeverdieners) en een zelfbewoningsplicht. Timpaan biedt deze regeling aan vanuit haar maatschappelijke verantwoordelijkheid om in betaalbare woningen te voorzien en ook om doorstroming te realiseren.

### 4.2. Positionering in fonds voor middenhuur

Tot op heden fungeert Timpaan specifiek als ontwikkelaar. Woningen worden ontwikkeld en verkocht aan particulieren of (institutionele) beleggers. Om echter langduriger impact en zo duurzame maatschappelijke waarde te creëren waarbij huurwoningen voor de lange termijn behouden blijven voor het middeldure segment zou het een mogelijkheid kunnen zijn dat Timpaan (een deel van) deze nog te ontwikkelen woningen in bezit zou kunnen houden in een woningfonds. De opbrengsten kunnen zo terugvloeien naar nieuwe ontwikkelingen van middeldure huurwoningen, waarmee een revoluerend karakter ontstaat. Gegeven de bovenstaande doelstelling gaat het naar verwachting om ca 50-75 woningen per jaar. Zowel de ontwikkeling van de middenhuurwoningen als de opvolgende belegging moet winstgevend zijn, maar er wordt niet gestreefd naar winstmaximalisatie.

Timpaan is initiator en arrangeert de benodigde financiering. Gedachte is dat het fonds niet bij Timpaan op de balans staat. Het funding en assetmanagement doet Timpaan zelf en de facility- en

assetmanagement wordt uitbesteed aan bijvoorbeeld een lokale corporatie. Op termijn kunnen samenwerkingspartners (financiers) aanhaken die de doelstelling van het fonds onderschrijven.

Doel van Timpaan is om een deel van de financiële voorzieningen daarvoor in te zetten en eis daarbij is dat een voorziening ook nodig is. Vanwege bedrijfsgevoelige informatie wordt niet ingegaan op de werkelijke hoogte van de voorziening. De woningen worden tegen marktwaarde ingebracht in het fonds en het netto verhuurresultaat wordt jaarlijks toegevoegd aan het bedrijfsresultaat van Timpaan.

#### 4.3. Maatschappelijk rendement

Naast financieel rendement heeft Timpaan ook de focus op het behalen van (meer) maatschappelijk rendement met haar activiteiten. Een doelstelling is het ontwikkelen van 100 betaalbare woningen per jaar. In de voorgaande paragraaf is reeds op de positionering betaalbaarheid ingegaan.

Via Timpaan Advies werkt Timpaan als gedelegeerd ontwikkelaar voor externe opdrachtgevers voor een adviesvraag waarbij naar wens ook de ontwikkeling kan worden opgepakt. Woningcorporaties mogen en/of kunnen nauwelijks zelf ontwikkelen en beleggers hebben weinig ervaring met nieuwbouw en kopen liever turn-key al dan niet in verhuurde staat.

Timpaan zet als founding-partner in Circulair West in op circulaire gebiedsontwikkeling en Timpaan is aangesloten bij de Verenigde Naties en heeft zich gecommitteerd aan de Sustainable Development Goals (SDG). Dit impliceert dat jaarlijks wordt gerapporteerd over haar SDG-doelstellingen.

Wonen en Zorg is tevens een onderdeel van sturing in maatschappelijk rendement en tot slot heeft Timpaan projecten in ontwikkeling met middeldure huurwoningen voor sleutelberoepen of in combinatie met zorg.

Hiermee is antwoord gegeven op de *deelvraag wat maatschappelijk rendement is* en wat Timpaan daar onder verstaat.

#### 4.4. Fonds voor doelstelling Stichting Timpaan

Er wordt onderzocht of er een fonds of reserve kan worden gevormd dat kan worden ingezet om uitvoering te geven aan de doelstelling van de Stichting. De doelstelling verplicht de Stichting tot bepaalde uitgaven en het is nodig hiervoor een voorziening op te bouwen zoals een voorziening voor betaalbare woningbouw en/of een voorziening voor startersleningen. Dit vraagt o.a. om een verkenning van de statuten (zie bijlage 2) en een berekening van de haalbaarheid op de middellange termijn.

#### 4.5. Samenvattende conclusie

Timpaan heeft op het gebied van betaalbaarheid de focus gelegd op het gebied van productmarktcombinaties en financieel-juridische instrumenten waarbij woningen worden ontwikkeld in de sociale en middeldure categorie.

Tot op heden fungeert Timpaan specifiek als ontwikkelaar. Woningen worden ontwikkeld en verkocht aan particulieren of (institutionele) beleggers. Om echter langduriger impact en zo duurzamere maatschappelijke waarde te creëren waarbij huurwoningen voor de lange termijn behouden blijven voor het middeldure segment wordt de haalbaarheid onderzocht van een middenhuur-woningportefeuille. Doel van Timpaan is om een deel van de financiële voorzieningen daarvoor in te zetten.

Vanuit de huidige positionering in betaalbaarheid, positionering in een fonds voor middenhuur en wat Timpaan verstaat onder maatschappelijk rendement ligt er een praktisch vertrekpunt voor de verdere analyse en onderzoek naar de kaders en randvoorwaarden.

## 5. Onderzoekskader: Onderzoeksmethodologie en het onderzoeksmodel

Dit onderzoek wordt als een kwalitatief verkennend onderzoek uitgevoerd met een diagnosticerend praktijkonderzoek. Het onderzoekstype betreft een praktijkgericht wetenschappelijk onderzoek.

Via het kwalitatieve deel van het onderzoek wordt antwoord gegeven op de *deelvraag welke voor- en nadelen er volgens experts zijn aan een (revolverend) woningfonds*. Het onderzoek is grotendeels kwalitatief uitgevoerd via interviews met experts betrokken bij een vastgoedfonds en een expertmeeting met experts vanuit verschillende disciplines. Vanwege de directe interactie met de respondenten en tevens om de achtergrond van de gegeven antwoorden beter te kunnen begrijpen en praktisch toe te kunnen passen in mijn onderzoek en aanbeveling is gekozen voor deze vormen van kwalitatief onderzoek. Dit wordt in de volgende paragrafen verder toegelicht.

### 5.1. Interview

Het eerste deel van het onderzoek is een kwalitatief onderzoek via een mondeling vraaggesprek (interview) met professionele vertegenwoordigers van woningfondsen (focusgroep) of hier indirect mee te maken hebben. Voor het interview zijn institutionele belegger(s), particuliere belegger(s) en ontwikkelaar/aannemer met eigen fonds, een adviseur en een financier benaderd. Er is bewust gekozen voor respondenten met allen een andere statuus en achtergrond voor een goede mix en brede oriëntatie. Er is bij de selectie van de respondenten vooral gekeken naar de praktische en commerciële kant. De respons is 6 van 7 (85%) genodigden. Een partij heeft aangegeven vanuit concurrentieoverwegingen niet mee te willen werken.

Gekozen is voor een semigestructureerd interview om de antwoorden van de respondenten te kunnen vergelijken, maar er is ook ruimte om waar nodig door te kunnen vragen of af te kunnen wijken. De vragen zijn gegroepeerd in onderwerpen die in het theoretisch deel zijn behandeld. In de vragen is opgehaalde informatie uit de theorie verwerkt evenals de tegenstellingen die hieruit voort zijn gekomen. De onderwerpen welke in het interview aan bod komen zijn:

- Kenmerken van een woningfonds
- Financiering
- Invulling woningfonds
- Doelgroepen en woningeisen
- Fiscaliteiten en Governance
- Advies aan Timpaan.

Bij het interview is er ruimte voor doorvragen en/of ruimte voor eigen aanvullingen of interpretaties (Baarda, 2017). Via een interview is een goede interactie mogelijk met de respondent. Op basis van de antwoorden, maar ook de achtergrond en de context van de antwoorden kan Timpaan achterhalen welke elementen voor haar van belang zijn en waarin zij onderscheidend kan zijn.

De vragen zijn - nadat de afspraak is gemaakt - vooraf gestuurd naar de respondenten. De reden is om meer sturing te geven aan het interview door de onderwerpen en de verdieping aan te geven zodat de respondent zich kan voorbereiden en gestuurd wordt na te denken met de bedoeling om motivaties, beweegredenen en investment beliefs te achterhalen van de verschillende respondenten. Er wordt gevraagd naar de investment beliefs van het woningfonds en de voor- en nadelen van hoe een fonds in te richten met onderscheid in governance, juridische, economische, ruimtelijke (geografische) en strategische domeinen. Er is een meta vraag gesteld of de respondenten onderwerpen hebben gemist. Aan het eind is advies gevraagd voor het woningfonds van Timpaan en tot slot gevraagd welke persoon interessant is om mee te spreken voor een verdere analyse.

## 5.2. Scenarioanalyse

Parallel aan dit kwalitatief onderzoek wordt een kwantitatief onderzoek uitgevoerd door middel van een scenarioanalyse. In deze scenarioanalyse wordt antwoord gegeven op de *deelvraag wat de financiële consequenties zijn als verkochte huurwoningen in eigen fonds waren gehouden*. Uit deze analyse moet inzichtelijk worden welke verschillen in rendement er zijn zowel vanuit perspectief van de ontwikkelaar als van de belegger. Tevens dient duidelijk te worden welke elementen belangrijk zijn om het rendement te beïnvloeden van ontwikkelaar en belegger, welke gevolgen dat heeft voor het betreffende project in ontwikkeling en/of beheer en waar de voorkeur ligt voor Timpaan. Tevens is naar aanleiding van de interviews en met behulp van gegevens uit bovenstaande scenarioanalyse een korte analyse gemaakt van hoe groot het fonds zou moeten worden voor een kasstroom die groot genoeg is om de vaste lasten van Timpaan in crisistijd te kunnen dekken.

In deze analyse worden 2 projecten betrokken. Dit betreffen een project waarin appartementen aan een belegger zijn verkocht en een project waarin sociale huurwoningen aan een belegger zijn verkocht. In beide projecten was sprake van een additioneel aandeel koopwoningen die niet in deze analyse zijn meegenomen. De huurwoningen zijn geïsoleerd beoordeeld. Beide projecten zijn representatief aangezien er technisch en kwalitatief geen andere keuzen gemaakt zouden zijn als deze in een eigen fonds terecht zouden komen.

Er is gekozen voor deze scenarioanalyse omdat het financieel kwantitatief inzichtelijk wordt wat de gevolgen zijn en dit de kwalitatieve analyse ondersteunt. Aangezien het gerealiseerde projecten van Timpaan betreffen past deze analyse goed bij het praktische element van de Company Research Paper.

## 5.3. Expertmeeting

Het tweede deel van het kwalitatief onderzoek bestaat uit een expertmeeting waarin standpunten en stellingen worden bediscussieerd ten aanzien van het woningfonds. De stellingen zijn vooraf bepaald door informatie opgehaald uit de interviews en scenarioanalyse. Deze informatie wordt aangevuld met de informatie uit deze expertmeeting met experts vanuit verschillende disciplines, achtergronden en/of invalshoeken. De gegevens worden voorgelegd en bediscussieerd waarmee het gekregen beeld kan worden bevestigd, genuanceerd of ontkracht.

In de expertmeeting (groeps gesprek) wordt het voordeel beoogd dat opmerkingen van deelnemers inspirerend kunnen werken. De deelnemers van het expertteam zijn andere experts dan de geïnterviewden omdat de gevraagde informatie bij het interview specifiek gericht is op het fonds en de oprichting zelf en bij de expertmeeting is het doel vooral advies op te halen voor het eigen fonds en de impact van de verschillende keuzen op maatschappelijk rendement. Ook bij de expertmeeting zijn experts met verschillende disciplines, achtergronden en/of invalshoeken gevraagd om een brede oriëntatie te bewerkstelligen. Er is bij de selectie van de respondenten vooral gekeken naar de praktische en wetenschappelijke kant.

De experts kennen elkaar vanuit hun netwerk en respecteren elkaar. Het voordeel is dat ze daarom niet iets zullen beweren om indruk op de andere deelnemers te maken of juist niets zeggen omdat er schaamte heerst. Nadeel is dat er altijd (al dan niet bewust) beïnvloeding is van het gesprek en een mate van subjectiviteit. De interactie moet inspirerend werken, maar vereist een goede structuur (Baarda, 2018). Daartoe is de sessie goed voorbereid en heeft in de persoon van G.J. Peek een deskundige gespreksleider.

Om elkaar niet vooraf te beïnvloeden is aan alle deelnemers vooraf schriftelijk gevraagd wat hun ideale woningfonds vanuit maatschappelijke motivatie is. Daartoe hebben alle deelnemers een lijst met criteria gehad waarin de onderstaande elementen als leidraad konden worden gehanteerd:

- Maatschappelijk doel
- Intern doel
- Rendementsperspectief zowel Financieel als Maatschappelijk
- Product/ type woning
- Huurprijzen
- Doelgroepen
- Marktbereik/ zoekgebied
- Volume fonds
- Revolverendheid
- Horizon
- Structuur zowel Juridisch als Governance
- Key partners/ samenwerking
- Concurrentievoordeel
- Financiering
- Beoordelingscriteria voor opname woningen in fonds
- Wat u zelf nog een belangrijk element of toevoeging vindt.

In het eerste deel van de expertmeeting hebben zij ieder individueel het woord gehad hoe zij het ideale woningfonds zien voor Timpaan vanuit maatschappelijke motivatie op de elementen.

Aansluitend is de concept invulling van het woningfonds toegelicht op basis van theoretische analyse en gehouden interviews in deze Company Research Paper. Deze wordt hier niet weergegeven omdat het een tussenstand betreft en de uiteindelijke invulling wordt met de informatie opgehaald uit deze expertmeeting weergegeven in de managementaanbeveling.

Na de plenaire discussie vullen alle experts individueel een SWOT in en de resultaten van de inbreng en de discussie worden verwerkt in een verzamelde SWOT. Hierbij hebben ze aangegeven wat hun vertrekpunt is van het fonds van waaruit de SWOT is bepaald.

Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, want ...	S (Strength/ Sterkte)
Het woningfonds van Timpaan is geen goed idee, omdat ...	W (Weakness/ Zwakte)
Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, mits ...	O (Opportunity/ Kans)
Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, tenzij ...	T (Threat/ Bedreiging)

Tot slot zijn er een aantal stellingen voorgehouden die wederom plenair zijn bediscussieerd.

1. Hoe is maatschappelijk rendement meetbaar volgens u?
2. Wat is volgens u een onderbelicht thema als het gaat om maatschappelijk rendement?
3. Welk thema gaat volgens u actueel worden waarin een woningfonds op kan inspringen?
4. Wat is de beste horizon/ instandhouding van bezit in fonds t.a.v. maatschappelijke meerwaarde?
5. Welke netto-inkomsten zouden revolverend moeten zijn: huur of verkoopresultaat uitponding of allebei?
6. Wat is het onderscheidend vermogen van woningfonds Timpaan t.o.v. woningcorporaties en beleggers?

Zo komt iedereen aan bod en heeft de gespreksleider mede de diepgang bepaald om het gewenste effect van de meeting te bewerkstelligen. (Baarda, 2018).

Aangevuld met de informatie uit deze expertmeeting met experts vanuit verschillende disciplines en/of achtergronden en/of invalshoeken kan het gekregen beeld worden bevestigd, genuanceerd of ontkracht (triangulatie). De brede oriëntatie en de te voeren discussie is ook de reden om te kiezen voor deze methode. Beide methoden sluiten goed aan op de bedoeling van een Company Research Paper om theorie, praktijk en wetenschap aan elkaar te koppelen.

Het laatste deel van het onderzoek is ontwerpend met betrekking tot de organisatiestructuur met een woningfonds, focus, beleid en bijbehorend verdienmodel ook op maatschappelijk rendement. Dit moet leiden tot een praktische managementaanbeveling en een conclusie.

In de managementaanbeveling worden de volgende kaders en randvoorwaarden nader ingevuld:

- Maatschappelijk doel en maatschappelijk rendement
- Intern doel Timpaan
- Product-marktcombinatie
- Marktbereik/ zoekgebied
- Volume fonds
- Revolverendheid
- Structuur en Governance
- Samenwerking
- Concurrentievoordeel
- Financiering
- Beoordelingscriteria voor opname in fonds.

Hier wordt uitgebreid op ingegaan in het volgende hoofdstukken.

Tot slot wordt methodetriangulatie toegepast op de resultaten uit het literatuuronderzoek, de interviews, de scenarioanalyse en de expertmeeting waarin het gekregen beeld kan worden bevestigd, genuanceerd of ontkracht om te komen tot een conclusie en een praktische aanbeveling aan het management en bestuur van Timpaan.

## 6. Empirische analyse: interview

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het kwalitatief onderzoek middels een interview met experts bij woningfondsen beschreven. Benaderd zijn institutionele belegger(s), particuliere belegger(s), ontwikkelaar/aannemer met eigen fonds, een adviseur en een financier. Allen hebben een andere statuur en achtergrond. Onder meer in dit hoofdstuk wordt de *deelvraag welke voor- en nadelen zijn er volgens experts aan een (revolverend) woningfonds behandeld*.

Lijst van bedrijven en geïnterviewden in alfabetische volgorde:

- Fakton Capital, Lars Rempelberg, adviseur beleggingen
- Rabobank, Richard Lengers, bank/ financier/ risicobeoordeling
- Scheybeeck, Dick Burger, particuliere belegger met eigen transportbedrijf, materieelverhuur BUKO en bouwbedrijf SBB
- Scholtens Groep, Guido Scholtens, particuliere belegger met eigen bouwbedrijf en ontwikkeling
- Segesta, Alex Huges, particuliere ontwikkelende belegger
- Woonhave, Mark van den Berg, institutionele belegger pensioenfonds.

Zie bijlage 1 voor de gehanteerde vragenlijst.

### Verwerking resultaten interviews

Via 6 verschillende interviews is er een diversiteit aan antwoorden gegenereerd die lastig te vergelijken zijn. Gezien de gekozen respondenten met verschillende achtergronden en invalshoeken komt dit overeen met de verwachting vooraf.

Hierna volgt een uiteenzetting van de verschillen en overeenkomsten tussen de verschillende fondsen gegroepeerd en geclusterd per onderwerp. De onderwerpen welke in het interview aan bod komen zijn:

- Kenmerken van een woningfonds
- Financiering
- Invulling woningfonds
- Doelgroepen en woningwensen
- Fiscaliteiten en Governance
- Advies aan Timpaan.

### 6.1. Kenmerken Woningfonds

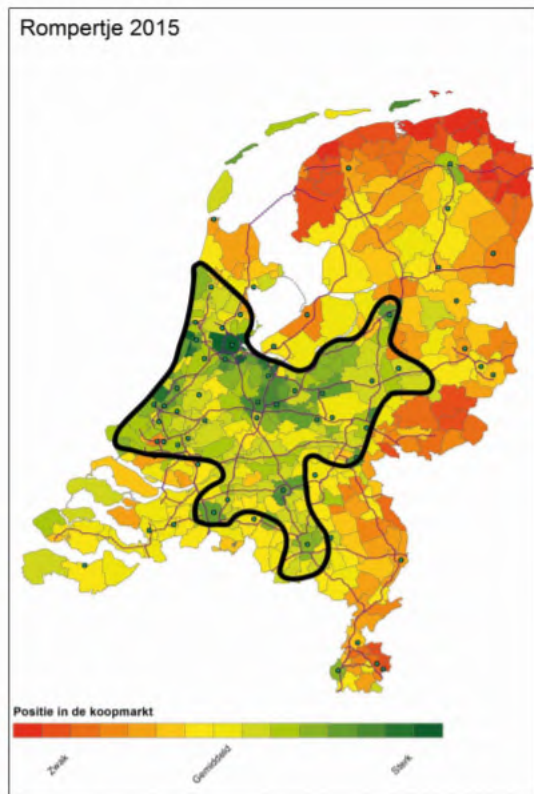
De particuliere fondsen zijn veelal opgericht met het doel om het vermogen van de familie te beleggen voor continuïteit, stabiliteit en rendement. Het betreft dan een ketenverlenging met diversificatie als oorzaak en gevolg. Pensioenfondsen beleggen pensioengelden voor inflatiebescherming en diversificatie. De horizon van een particuliere belegging is richting 50 jaar en zelfs open eind, waar een pensioenfonds eerder richting 15 jaar gaat voor een object. Bij de particuliere fondsen is de beleggingskarakteristiek defensief/ neutraal en de institutionele belegger zeer defensief. Over het algemeen zijn beleggers risicomijdend.

### Omvang

De huidige omvang verschilt van 5200 woningen in het pensioenfonds tot beginnend 0 naar 900 woningen bij de particuliere beleggers. Ook het doel verschilt tussen open eind en 150 tot 1000 woningen en dat houdt verband met de aanleiding van de oprichting.

### Geografisch

Geografisch beredeneren de particuliere fondsen veelal vanuit een maximum reistijd en bekendheid met de regio, terwijl de institutionele partijen meer oordelen op voorzieningen, bereikbaarheid en het ‘rompertje van Friso’.



Figuur 10: Rompertje van Friso in 2015 (bron: frisodezeeuw.nl)

Internationaal wordt Nederland geografisch als een provincie van Duitsland gezien. Uiteraard heeft Nederland andere (fiscale) regels waardoor ze toch interessant is voor buitenlandse partijen. Voor de beschikbare liquiditeit verschilt het per bedrijf van 100 miljoen voor de pensioenfondsen en tussen 2,5 miljoen voor een gesteld doel per jaar tot wat benodigd is ('opportunity driven') bij de particuliere beleggers.

### Beoordeling waarde en rendement

Het beoordelen van aankoopwaarde gebeurt het meeste met de BAR-methode en veelal ook NAR, IRR en taxatie. De beoordeling van het fondsrendement gebeurt vaak via de IRR-methode. De werkelijke fondsrendementen variëren tussen 4% op eigen vermogen (EV) voor het startende particuliere fonds en 9% op EV of 9% IRR met 6% direct rendement voor de grotere, langer bestaande fondsen (zowel institutioneel als particulier).

### Benchmark

Benchmarken gebeurt niet met andere fondsen maar resultaten worden vergeleken met andere projecten, het jaar op jaar resultaat en/of met resultaat/rendement van andere bedrijven binnen een groep.

### Acquisitievoordelen en -nadelen

Over de acquisitievoordelen van een fonds wordt verschillend gedacht. Volume geeft vertrouwen en door het langer verbonden zijn aan een regio geeft dat een duurzamer relatie. Voor de belegger zelf kan een fonds bijdragen aan comfort bij een onderhandeling vanwege de achtervang van het fonds. Acquisitienadeel is dat beleggers worden gewantrouwd.



### Revolverend karakter

Het revolverend karakter wordt bepaald of er dividend wordt uitgekeerd en dat verschilt. Enkele particuliere beleggers vertalen de revolverendheid vanuit de toepassing van de HerInvesteringsRegeling (HIR). De herinvesteringsreserve maakt het mogelijk om de boekwinst op de verkoop van onroerend goed tijdelijk buiten de belasting te houden. Deze boekwinst vormt dan een reserve die later gebruikt kan worden voor de aankoop van ander onroerend goed.

## 6.2. Financiering

De financiering van het fonds is middels eigen vermogen (EV), vreemd vermogen (VV) en de huurinkomsten (vaak worden die ook tot het eigen vermogen gerekend).

### Leverage en aandeel vreemd vermogen

Het aandeel vreemd vermogen varieert tussen de 40% en 60% voor de particuliere beleggers. De institutionele beleggers zijn vaak Fiscale Belegging Instellingen (FBI) en dan geldt een maximum van 60% vreemd vermogen. De institutionele belegger heeft aangegeven bij leningen alleen rente te betalen en niet af te lossen. Er bestaan ook beleggers die geen leverage toepassen, maar daar staan Angelsaksische beleggers tegenover die zelfs 60-70% leverage toepassen (Fakton).

### Diversificatie

Bij alle beleggers zie je wel een diversificatie van de financiering door te lenen bij meerdere banken en soms hypotheekverstrekkers en particuliere investeerders. Voor spreiding in aflossing wordt gebruik gemaakt van langere en verschillende duur van looptijden en verschillende aanvangstijdstippen. Grote partijen diversificeren op fondsniveau en niet op objectniveau.

### Beoordeling door financier

De beoordeling door een financier bestaat uit meer componenten dan alleen de financiering en het kunnen betalen van rente/aflossing of dekking via eigen vermogen. Dit gaat via een Customer Due Dilligence. Daarnaast speelt niet-financiële informatie een belangrijke rol zoals reactiesnelheid op gevraagde informatie, uitstraling, sfeer op kantoor, verzorging, koploper of meeloper in duurzaamheid/circulariteit, trackrecord en eerdere ervaringen.

Woningfinanciering is een topprioriteit bij Rabobank. Voor de toekenning van financiering hanteert de Rabobank 3 ratio's bij nieuwbouw en de laagste wordt gehanteerd. Dat is 80% Loan to Value (LTV), 80% Loan to Cost (LTC) en een Leningen Lasten Dekking (LLD). Dit laatste is de netto huur gedeeld door de financiering en dan moet de factor hoger dan 6,25 zijn. In kansrijke buurten kan dit lager zijn en ook middenhuur is een belangrijk element waardoor een lagere factor door de bank kan worden geaccepteerd. Bij een Groenlening kan de rente 25 basispunten lager zijn.

## 6.3. Invulling Woningfonds

De wijze waarop de fondsen aan vastgoed komen is grotendeels door actief beleid voor direct vastgoed via acquisitie en eigen ontwikkeling en in mindere mate een tender. Allen hebben een voorkeur voor nieuwbouw (al dan niet via eigen ontwikkeling) vanwege de sturing op het vastgoed en de Total Cost of Ownership, verjonging portefeuille, hogere duurzaamheidseisen en/of ketenverlenging. De contractvorm is afhankelijk van de partijen maar beleggers leggen wel de verantwoording bij de verkoper en eisen een aanspreekpunt tijdens de bouw en een recht op controle tijdens de bouw.

### Organisatie

De acquisitie en risicobeoordeling wordt veelal zelf gedaan en het financiële, technische en commerciële beheer worden uitbesteed.

### Top 5 beoordelingscriteria

Er gelden veel beoordelingscriteria voor de op te nemen projecten in de fondsen en de top 5 verschilt per belegger. Veel voorkomend in de top 5 zijn het rendement op lange termijn, locatie/geografische ligging, omvang project, type en grootte woning en materialisatie. Bij de institutionele belegger valt op dat de partner waarvan ze afnemen een zeer belangrijk criterium is

en bij de van origine beleggers dat ze rekening houden met duurzaamheid en Total Cost of Ownership. Allen benoemden de voorkeur voor alles in eigen bezit bij een appartementencomplex vanwege het niet hoeven oprichten van een VvE en anders is een meerderheidsaandeel in de VvE een eis.

#### Geografie

De geografische ligging van de kleine beleggers begint vanuit een maximale afstand vanaf de standplaats, maar door groeidoelstellingen wordt deze focus breder. Steden liggend in het 'rompertje van Friso' met de nodige voorzieningen en goede (OV-)bereikbaarheid is een gewenst zoekgebied van de m.n. grotere beleggers.

#### Criteria bij eigen ontwikkeling

De beoordelingscriteria bij een eigen ontwikkeling verschuiven niet bij de van origine beleggers. De verschuiving zie je wel bij de ontwikkelaar met een fonds en die dan wel meer rekening houdt met een hoger afwerkingsniveau en meer oog heeft voor onderhoud en de Total Cost of Ownership. Alle beleggers hebben een liefde voor vastgoed en willen een project neerzetten waar ze trots op kunnen zijn.

#### Voordelen eigen fonds

Bijkomende voordelen van een fonds vanuit ketenverlenging zijn het direct vrijvallen van verkooprisico en het eerdere behalen van het voorverkooppercentage, maar ook de keuze hoeveel te investeren of zelf te bepalen wanneer de ontwikkeling te verkopen als bijvoorbeeld bij de start ontwikkeling de prijzen te laag zijn. Deze beleggers kiezen unaniem voor een lagere opbrengst voor de ontwikkeling en dus een lagere inbrengwaarde in het fonds.

### 6.4. Doelgroepen en woningeisen

Alle beleggers willen aan alle doelgroepen verhuren. De grotere beleggers sturen op diversificatie van doelgroepen binnen een complex. De institutionele belegger wil in de toekomst meer kwalitatief dienstbaar zijn voor senioren. In algemeenheid is het afhankelijk van het type fonds of men zich meer richt op niches in doelgroepen zoals studenten, senioren en/of residentieel vastgoed.

#### Middensegment

Op de vraag hoe de geïnterviewden het middensegment zien zijn de antwoorden verdeeld of de grens stopt bij 1,5x modaal (€55.000) of 2x modaal (€70.000). Dit heeft te maken of je dit als inkomen per huishouden rekent. De grootte van de woning is geografisch afhankelijk en wordt bepaald door de (maximale) huurprijs. In de Randstad is 40 m<sup>2</sup> gebruiksoppervlakte (GBO) al middenhuur, maar afhankelijk van de belegger kan een minimum van 60 m<sup>2</sup> GBO een eis zijn.

De bandbreedte van de maandhuur is tussen de liberalisatiegrens van €752,33 (prijsspeil 2021) en €1.000,- inclusief BTW. Daarboven wordt de huur als dure huur getypeerd. In sommige grote steden wordt al een tussenlaag gehanteerd van €850-€950 per maand.

#### Toewijzing

Voor de toewijzing hanteren de meeste beleggers het criteria van betaalbaarheid (inkomenseis vaak 3,5 á 4 maal de huur) en kwaliteit huurder (gedrag en inschatting mutatiegraad).

#### Programma van eisen

Het programma van eisen verschilt volgens Fakton van een duimdik dossier bij institutionele beleggers tot een enkel A4 bij family offices. Bij de geïnterviewden is geen sprake van een PvE maar wordt extra aandacht besteed aan het luxeniveau van tegelwerk, sanitair en keukens. Ook speelt mee dat de afwerking erop is gericht om makkelijk in oude staat op te kunnen leveren bij een mutatie.

## Huurprijzen

Overeenkomst tussen alle respondenten is dat de marktprijsuur wordt gerekend. De huurprijzen worden veelal bepaald of gecheckt aan de hand van de WWS-punten (Woningwaarderingssysteem) op markthuurlen en vanwege de mogelijke toetsing van de huurcommissie. Ook een huurprijs per m<sup>2</sup> is een veelgebruikte methode (NVM-gegevens). Voor de indexatie berekenen de beleggers de inflatie met de wettelijk voorgeschreven opslag, mits de gemeente dit niet beperkt in haar huisvestingsverordening. Eén belegger kiest bewust voor alleen inflatie omdat zij de opslag niet netjes vinden.

## 6.5. Fiscaliteiten en Governance

De juridische entiteit van de institutionele belegger is een Fiscale Beleggingsinstelling (FBI) en van de overige beleggers een BV binnen de fiscale eenheid. Bij een van de beleggers zit er een STAK (Stichting Administratiekantoor) boven vanwege het familiekapitaal en zijn er meerdere fiscale entiteiten. Voor een bank is het belangrijk dat dit transparante, bij voorkeur Nederlandse entiteiten zijn. Volgens Fakton wordt bij particuliere beleggers ook de CV/BV-constructie gebruikt.

## Governance

De verantwoordings- en toezichtrelaties zijn bij de institutionele belegger geregeld via vastlegging in een jaarplan en een investeringscommissie van het pensioenfonds. Bij de particuliere beleggers is er sprake van een Raad van Commissarissen (RvC) en zijn de mandaten in bevoegdheden en drempelbedragen voor aankoop, dispositie en hypotheek vastgelegd. Met de RvC wordt een investeringsagenda bepaald. De bank beoordeelt dit element via Customer Due Dilligence, of men aangesloten is bij brancheorganisaties en of men bijvoorbeeld een handboek over omgang met fraude hanteert.

## Rendement en ESG

Andere beoogde rendementen dan financieel rendement zijn werkgelegenheid, duurzaamheid en kwalitatieve woningbouwopgave. Bij reputatie in relatie tot ESG (Environment Social Governance) en SDG's (Sustainable Development Goals) vinden ze het belangrijker om ernaar te werken dan het keurmerk zelf als doelstelling te hebben. Volgens Fakton is er sprake van veel kuddedrag op gebied van ESG (Environmental Social Governance) maar ook momenteel met houtbouw en middeldure huur in fondsen. Voor een bank zijn SDG's wel heel belangrijk.

## Invloed overheidsbeleid

De invloed van overheidsbeleid en wetgeving op de fondsen wordt vooral als belemmerend ervaren en ligt met name op het gebied van stapeling van eisen en de traagheid/het ontbreken van slagvaardigheid bij de overheid.

## 6.6. Advies aan Timpaan

Alle respondenten zijn gevraagd om vanuit hun perspectief een aanvullend advies te geven aan Timpaan voor de oprichting en invulling van het woningfonds.

## Fiscaliteiten en Governance

Op gebied van toezicht en investeringsmandaat (Governance) is het advies om een heldere en praktisch uitvoerbare doelstelling te formuleren en overleg met het bestuur welke maatschappelijke doelstelling er wordt geformuleerd. Begin bij een glasharde doelstelling van het fonds op gebied van geografische allocatie, allocatie van kapitaal, rendement als parameter zowel direct, indirect als maatschappelijk. Hoe duidelijker het doel, hoe hoger is het commitment van de organisatie. Dus wat gaat fonds doen? Voor wie en waarom?

## Kenmerken woningfonds

Blijf bij de eigen signatuur met de bijzondere positie van stichting en dichtbij corporaties. Blijf in de niche en ga niet populair doen. Gebruik het fonds als verlengstuk van het huidige maatschappelijke doel.

Een advies is om het fonds niet revolverend te maken. Het woningfonds moet renderen via cash en indirect rendement. Timpaan moet inzichtelijk maken wat het maatschappelijk rendement is; bijvoorbeeld het gat tussen markthuur en gevraagde huur maak je inzichtelijk.

#### Financiering

Neem financiering via banklening, maar geen financiering waarbij moet worden afgelost want financiering is een risico. Wellicht komt Timpaan als stichting in aanmerking voor een gunstige lening bij BNG.

Bouw een fonds middenhuur via de Leningen Lasten Dekking (LLD) zoals onder paragraaf Financiering van dit hoofdstuk is uitgelegd. Eigen projecten moeten goed kunnen uitpakken. De BV-structuur kan goed zijn maar vraag ook een fiscalist om advies. Goed nadenken hoe het beheer wordt vormgegeven (intern en/of extern). Samenwerking met andere partner scheelt liquiditeit. Duurzaamheidsanalyse opzetten voor een groenlening.

#### Invulling woningfonds

Qua geografische spreiding daar waar behoefte aan de doelstelling het grootst is. Vanwege maatschappelijke doelstelling kunnen ook sociale huurwoningen worden toegevoegd.

Hou rekening met de scheefgroei tussen kostprijs en rendement en bepaal daar de investering mee; kan het bijvoorbeeld later als de verwachting is dat het goedkoper wordt.

Praktisch gewoon proberen met 20 woningen en dan komt Timpaan alles een keer tegen.

Bij 100% eigendom van een complex hoeft geen reservering groot onderhoud te worden afgedragen aan de VvE en dat scheelt kapitaalbeslag.

### 6.7. Samenvattende conclusie

In dit eerste deel van het kwalitatieve onderzoek is de oprichting van een woningfonds het vertrekpunt en met name over de uitgangspunten, invulling en beheer van de woningen en het fonds. Vanuit de interviews met experts komen bredere doelstellingen en adviezen naar voren die van toepassing kunnen zijn op met name de commerciële bedrijfsvoering van Timpaan ongeacht het maatschappelijke doel. Dit zijn onder andere de financiering en leningsvoorwaarden, het werkgebied in relatie tot het zoekgebied van beleggers, de flexibiliteit in grootte van de woningen in relatie tot de regio, de afwerking in relatie tot Total Cost of Ownership, de fiscale routing en de beoordelingscriteria van beleggers voor opname in een fonds.

## 7. Empirische analyse: Scenarioanalyse

Parallel aan het eerste deel van het kwalitatief onderzoek middels interviews is een kwantitatief onderzoek uitgevoerd door middel van een scenarioanalyse om antwoord te kunnen geven op de *deelvraag wat de financiële consequenties zijn als verkochte huurwoningen in eigen fonds waren gehouden*. In deze scenarioanalyse dient het verschil in financiële haalbaarheid/ financieel rendement inzichtelijk te worden door de analyse van 2 bestaande projecten die in werkelijkheid zijn verkocht aan een belegger en welke verschillen dit geeft als deze woningen waren toegevoegd aan het eigen woningfonds. Uit deze analyse moet inzichtelijk worden welke verschillen in rendement er zijn aan zowel vanuit perspectief van de ontwikkelaar als van de belegger. Tevens dient duidelijk te worden welke elementen belangrijk zijn om het rendement te beïnvloeden van ontwikkelaar en belegger, welke gevolgen dat heeft voor het betreffende project in ontwikkeling en/of beheer en waar de voorkeur ligt voor Timpaan.

In deze analyse worden 2 projecten betrokken. Dit betreffen project V waarin appartementen aan een belegger zijn verkocht en project S waarin sociale huurwoningen aan een belegger zijn verkocht. In beide projecten was sprake van een additioneel aandeel koopwoningen die niet in deze analyse zijn meegenomen. De huurwoningen zijn geïsoleerd beoordeeld. Beide projecten zijn representatief aangezien er technisch en kwalitatief geen andere keuzen gemaakt zouden zijn als deze in een eigen fonds terecht zouden komen. Er is rekening gehouden met een hogere mate van afwerking inclusief keukens, maar ook met het toekomstig onderhoud van de woningen en installaties vanwege de Total Cost of Ownership. Vanwege bedrijfsgevoelige informatie van zowel Timpaan als de beleggers worden de projecten gecodeerd weergegeven.

Voor beide projecten is als basis de stichtingskostenopzet gebruikt zoals die werkelijk is gehanteerd. Deze is opgebouwd uit de kostensoorten:

- Grondkosten zoals aankoop locatie, sloop en bouw- en woonrijp maken
- Bouwkosten zoals de aanneemsom en installaties
- Bijkomende kosten zoals architect, constructeur, adviseurs, interne honoraria, verkoopkosten, nutsaansluiting en leges
- Financieringskosten intern en/of extern
- Staartkosten Algemene Kosten (AK), Winst (W), Risico (R) en onvoorzien
- Opbrengsten
- Resultaat.

Timpaan hanteert een vaste AK en de % W en R zijn lager voor het middensegment en nog lager voor het sociale segment. Dit is de eerste (maatschappelijke) bijdrage aan betaalbaarheid.

### 7.1. Project V: Appartementen

#### Project V: Appartementen verkocht aan belegger

Het totaalrendement bij verkoop aan een belegger is voor dit project 2,89%.

De maximaal benodigde liquiditeit is 1,431 miljoen euro.

Bij verkoop aan een belegger wordt gebruik gemaakt van een gescheiden koop-/aannemingsovereenkomst. Dat betekent aparte overeenkomsten met gescheiden betaalstromen en een gescheiden juridische overeenkomst voor de koop van de grond en de aannemingsovereenkomst met de aannemer. Op die manier hoeft de aanneemsom niet te worden voorgefinancierd door de ontwikkelaar en dat is in project V zo'n 70% van de stichtingskosten. Tevens zijn er inkomsten vanuit de verkochte grond en ontwikkelkosten die de investering dekken en als resultaat worden geboekt. Het resultaat van het aandeel koopwoningen is niet meegenomen. De toerekening van het grondkostenaandeel kan wel een invloed hebben op de totale kosten en daarmee de liquiditeit en het resultaat. In dit geval is de werkelijke toedeling gehanteerd.

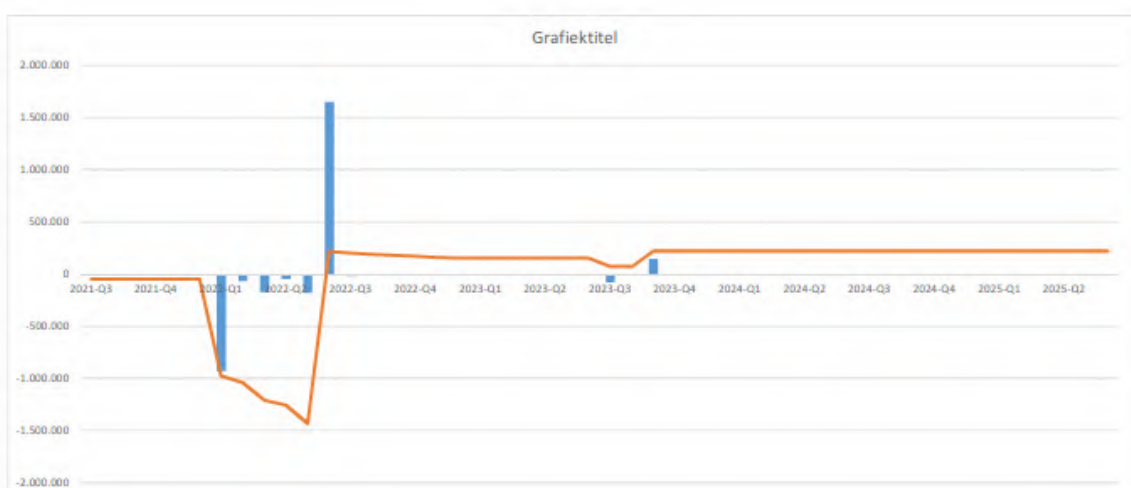
### Project V: Appartementen verkoop aan eigen woningfonds

Wanneer dezelfde stichtingskostenopzet wordt ingevuld voor het eigen woningfonds dan vervallen er een aantal kostenposten en wordt er geen winst en risico gerekend. Door de grond direct in de goede juridische entiteit aan te kopen vervallen de notariskosten en kadasterkosten. Omdat er geen sprake is van verkoop zijn deze verkoopkosten (brochure, website, PR, etc.) en makelaarscourtage niet nodig. Tot slot zijn er geen financieringskosten.

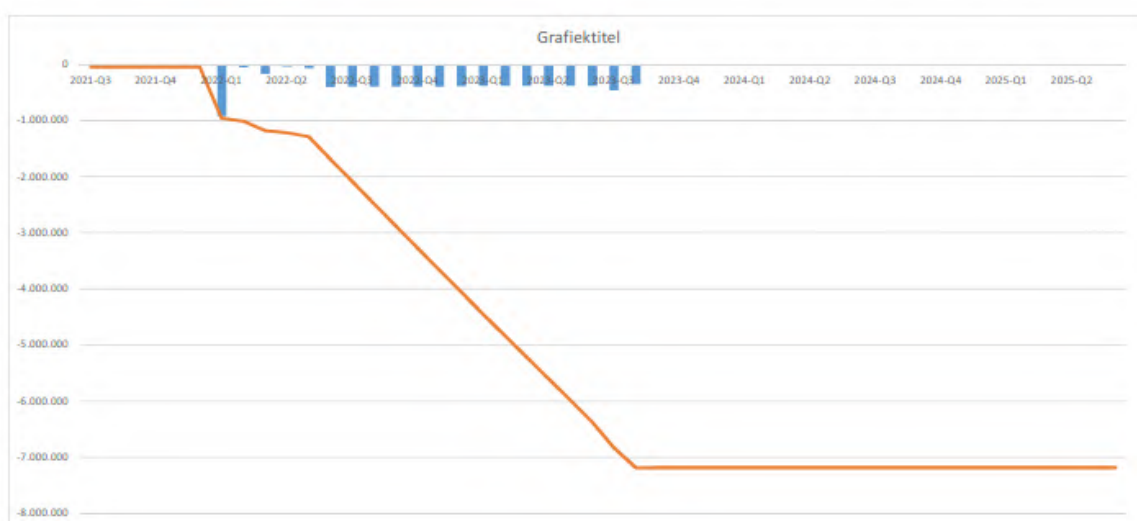
Het totaalrendement bij verkoop aan eigen woningfonds is voor dit project 4,91%. Dit is een stijging van zo'n 2%. Het is een keuze van Timpaan om dit ten goede te laten komen aan de ontwikkeling en daarmee indirecte revolvering via de stichting of rechtstreekse revolvering door een lagere inbrengwaarde in het fonds.

Als een lagere AK en lagere interne honoraria (kunnen) worden geaccepteerd dan wordt het verschil groter, maar dit gaat ten koste van de kostendekking van de kernactiviteit van Timpaan te weten vastgoed- en gebiedsontwikkeling.

De maximaal benodigde liquiditeit is nu 7,2 miljoen euro; een veelvoud van ruim 5 keer.



Figuur 11: Liquiditeitsverloop Project V bij verkoop aan belegger



Figuur 12: Liquiditeitsverloop Project V bij verkoop aan eigen woningfonds

## 7.2. Project S: Woningen

### Project S: Woningen verkocht aan belegger

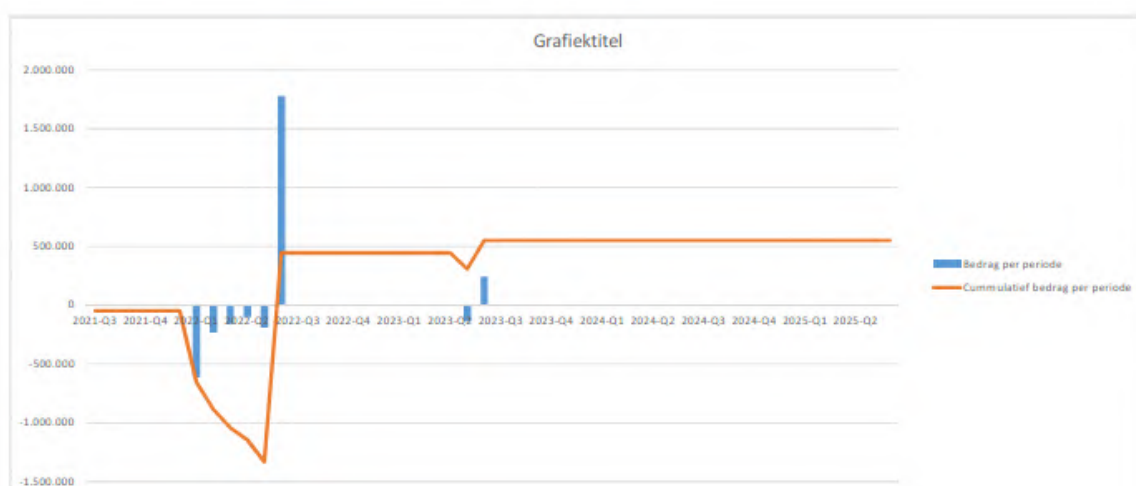
In dit project wordt gebruik gemaakt van dezelfde stichtingskostenopzet met dezelfde kostensoorten en start.

Het totaalrendement bij verkoop aan een belegger is voor dit project 11,4%. De maximaal benodigde liquiditeit is 1,332 miljoen euro. De aanneemsom is 57% aandeel van de stichtingskosten.

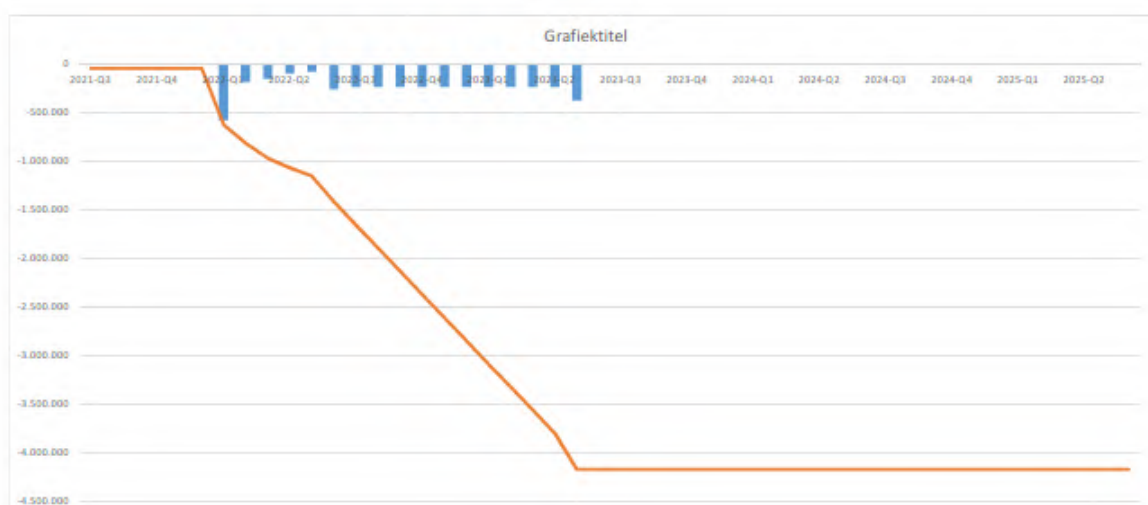
### Project S: Woningen verkoop aan eigen woningfonds

Het totaalrendement bij verkoop aan eigen woningfonds is voor dit project 14,36%. Dit is een stijging van bijna 3%. Hiermee kan de aankoopwaarde door het fonds dus ook 3% goedkoper zijn, waarbij de ontwikkeling kostendekkend is en het resultaat rechtstreeks wordt gerevolueerd naar het fonds. Het is een keuze van Timpaan om dit ten goede te laten komen aan de ontwikkeling en daarmee indirecte revolvering via de stichting of rechtstreekse revolvering door een lagere inbrengwaarde in het fonds.

De maximaal benodigde liquiditeit is 4,17 miljoen euro; een veelvoud van ruim 3 keer. Dit moet komen uit eigen vermogen en vreemd vermogen.



Figuur 13: Liquiditeitsverloop Project S bij verkoop aan belegger



Figuur 14: Liquiditeitsverloop Project S bij verkoop aan eigen woningfonds

	verkoop aan belegger	eigen woningfonds	verschil:
<b>Project V: Appartementen</b>			
totaalrendement ontwikkeling	2,89%	4,91%	2,02%
maximaal benodigde liquiditeit	1.431.000	7.170.000	5.739.000
<b>Project S: Woningen</b>			
totaalrendement	11,40%	14,36%	2,96%
maximaal benodigde liquiditeit	1.332.000	4.170.000	2.838.000
Resultaat Eigen Vermogen	771.000	-11.340.000	-12.111.000

Figuur 15: Tabel met resultaten van project V en S en het effect op het eigen vermogen (bedragen in euro)

### Verschillen

De verschillen tussen beide projecten zijn te verklaren door enerzijds geografische verschillen in zowel kostprijs als opbrengsten en anderzijds door de verdeling van grondprijs binnen een project met koopwoningen. Een grondquote bij woningen is hoger dan de grondquote bij appartementen en de aanneemsom van appartementen is relatief hoger dan de aanneemsom van woningen. Bij allocatie dient hier rekening mee gehouden te worden.

Het effect op het eigen vermogen is aanzienlijk, maar ook logisch. Bij verkoop aan een belegger groeit het eigen vermogen met €771.000 en bij toevoeging aan het woningfonds zakt het eigen vermogen met €11.340.000. Een verschil van €12.111.000, maar dan is het woningfonds gegroeid met appartementen en woningen. Er is dus sprake van een balansverschuiving, maar hier gaan we niet verder op in.

### 7.3. Conclusie scenarioanalyse

Het grootste verschil tussen verkoop aan een belegger en verkoop aan eigen woningfonds zit dus in de liquiditeit. Dat komt door het ontbreken van inkomsten uit de grond en het moeten betalen van deze grondkosten, de bouwkosten en alle overige kosten. Maar voordeel is dat het fonds is uitgebreid met appartementen en woningen.

Een tweede verschil is het gestegen totaalrendement door het wegvallen van risico's, het vervallen van een aantal kostenposten en er wordt geen winst en risico gerekend. Het is een keuze van Timpaan om dit ten goede te laten komen aan de ontwikkeling en daarmee indirecte revolvering via de stichting of rechtstreekse revolvering door een lagere inbrengwaarde in het fonds.

Het effect op het eigen vermogen is aanzienlijk, maar dat moet gezien worden als een balansverschuiving. Dit heeft ook effect op de financiële parameters als solvabiliteit en daarmee op de leencapaciteit.

### 7.4. Woningfonds ter afdekking vaste lasten organisatie

Naar aanleiding van de interviews en met behulp van gegevens uit bovenstaande scenarioanalyse is een korte analyse gemaakt hoe groot het fonds zou moeten worden voor een kasstroom die groot genoeg is om de vaste lasten van Timpaan in crisistijd te kunnen dekken. Vanwege bedrijfsgevoelige informatie kan de berekening niet getoond worden. Uit de berekening komt naar voren dat het woningfonds een grootte van ca. 425 á 450 woningen zou moeten hebben. Met een aanname van gemiddelde stichtingskosten van €200.000 betekent dit een kapitaalbeslag van 85 tot 90 miljoen. Het kapitaalbeslag zou lager zijn als de vaste lasten voor de theoretische 7 magere jaren worden vastgezet.



### 7.5. Samenvattende conclusie

De scenarioanalyse geeft de invloed op de liquiditeit en de balansverschuiving weer vanuit de oprichting van het woningfonds met woningen in bezit met indirect gevolgen voor de ratio's en leencapaciteit. Tevens is geanalyseerd dat het niet realistisch is om een fonds op te bouwen die de volledige vaste lasten van Timpaan in crisistijd kan dekken met netto huurinkomsten.

## 8. Empirische analyse: Expertmeeting

In dit hoofdstuk worden de resultaten beschreven van de expertmeeting waarin standpunten en stellingen worden bediscussieerd ten aanzien van het woningfonds. De stellingen zijn vooraf bepaald door informatie opgehaald uit de interviews en scenarioanalyse. Ook in dit hoofdstuk wordt de *deelvraag welke voor- en nadelen zijn er volgens experts aan een (revolverend) woningfonds* behandeld.

Op 9 juli 2021 heeft deze expertmeeting plaatsgevonden bij Timpaan over het woningfonds van Timpaan. De deelnemers van het expertteam zijn andere experts dan de geïnterviewden omdat de gevraagde informatie bij de beleggers specifiek gericht is op het fonds en de oprichting zelf en bij de expertmeeting is het doel vooral advies op te halen voor het eigen fonds en de impact van de verschillende keuzen op maatschappelijk rendement.

De deelnemende experts zijn (in alfabetische volgorde):

- Johan Conijn - bijzonder hoogleraar Woningmarkt UvA en ASRE, domein woningmarkt en wetenschap;
- Hamit Karakus - directeur IVO/Platform 31 en senator Eerste Kamer, domein maatschappij en politiek;
- Gert-Joost Peek - research fellow ASRE, voorzitter, domein gebiedsontwikkeling en wetenschap;
- Coen van Rooyen - directeur WoningBouwersNL, domein woningmarkt;
- Jannes van Loon - woningmarktonderzoeker WoningBouwersNL, domein woningmarkt;
- Friso de Zeeuw - Friso advies, domein gebiedsontwikkeling en wetenschap.

Aan alle deelnemers is vooraf schriftelijk gevraagd wat hun ideale woningfonds vanuit maatschappelijke motivatie is. Daartoe hebben alle deelnemers een lijst met criteria gehad waarin de onderstaande elementen als leidraad kon worden gehanteerd:

- Maatschappelijk doel
- Intern doel
- Rendementsperspectief zowel Financieel als Maatschappelijk
- Product/ type woning
- Huurprijzen
- Doelgroepen
- Marktbereik/ zoekgebied
- Volume fonds
- Revolverendheid
- Horizon
- Structuur zowel Juridisch als Governance
- Key partners/ samenwerking
- Concurrentievoordeel
- Financiering
- Beoordelingscriteria voor opname woningen in fonds
- Wat u zelf nog een belangrijk element of toevoeging vindt.

In het eerste deel van de expertmeeting hebben zij ieder individueel het woord gehad hoe zij het ideale woningfonds zien voor Timpaan vanuit maatschappelijke motivatie op de elementen.

### 8.1. Resultaten van het ideale woningfonds van de experts

Johan Conijn geeft aan aansluiting te zoeken bij het Koopstartfonds van BZK. Bij een fonds in middenhuur is de funding en rendementseis van belang. Maar ook de reden; ga je voor een verzekerde omzet voor je ontwikkeling zoals BPD of doe je net als Amvest dat je kan kiezen of je het in het fonds opneemt, het zogenoemde first right of refusal. Bij de governance is een goede scheiding van rollen en structuur tussen ontwikkeling en woningfonds nodig. Let op fiscale vrijstellingen. Neem je genoegen met een lager rendement, want momenteel dalen de aanvansrendementen. Locaties geven de doorslag.

Een fonds geeft een goede ingang bij gemeenten. Het advies is om het fonds in het gat tussen de institutionele belegger en niet-DAEB te positioneren. Timpaan kan een hoger risico lopen door de ontwikkelervaring en kan als stichting genoeg nemen met een lager rendement. Ook een betere prijs-kwaliteit kan onderscheidend werken. Bepaal vooraf of je alleen met eigen middelen wil financieren of ook met externe funding want dat geeft een hele andere structuur en governance. Met een fondsgrootte van 50-75 woningen per jaar is het kostbaar om een hele governance op te tuigen.

Coen van Rooyen vraagt naar de doelstelling van de oprichting van een fonds, waar Timpaan in gelooft en wat is het plan voor lange termijn; dat is essentieel voor de verdere inrichting en geloofwaardigheid. Is het maatschappelijk zoals het versterken van je maatschappelijk imago? Of financieel dat het vermogen optimaal rendeert? Als juridische structuur is een BV te adviseren vanwege de statuten en zorg ervoor dat je de mogelijkheid inbouwt om te kunnen verkleuren van doelgroep en/of thema.

Jannes van Loon pleit voor een niche-benadering van het fonds om onderscheidend te zijn; extreem goedkope starterstudio's of juist ruimere middeldure huurwoningen voor gezinnen. Blijf daarbij binnen je werkgebied. Benut het voordeel van een fonds om in dialoog te gaan met je huurders en vanuit deze huurderservaringen een verdere doorontwikkeling van woningen voor de gekozen doelgroep te creëren. Innovatie als bijvangst van een woningfonds.

Hamit Karakus adviseert meer de focus te leggen op de maatschappelijke meerwaarde en daarmee een betrouwbare partner voor lokale overheden te zijn. Kun je in dure gebieden bijvoorbeeld een woning garanderen voor een leraar of ander sleutelberoep? Met een woning kun je sleutelberoepen lokken om naar een dure omgeving te gaan door een huurkorting. Het op peil houden van deze sleutelberoepen geeft maatschappelijk rendement. Bij ontslag betaalt men weer markthuurlen of moet men de woning binnen bepaalde tijd verlaten. Vanuit organisatorisch oogpunt kun je deze in een gebouw of straatje laten wonen bij elkaar.

Friso de Zeeuw vindt het een zwak verhaal en niet overtuigend met deze kleine aantallen door o.a. relatief hoge overheadkosten. Opletten dat er geen winkeldochters in je fonds achterblijven, maar vooral 'schoenmaker blijf bij je leest'. Als de drijfveer het inzetten van beschikbare middelen is dan kun je beter vanuit je corebusiness meer grondposities innemen in plaats van te differentiëren. Timpaan is al verankerd in bepaalde gemeenten en daar is een woningfonds niet voor nodig. Bij een entree in een nieuwe gemeente kan het wel helpen. Het maatschappelijk profileren gaat dan van bijvangst naar hoofddoelstelling. Maar zodra je dit in samenwerking met een andere partij doet (via funding) dan vervalt dit argument direct. In plaats van alles zelf optuigen voor een klein fonds kun je vanuit praktisch oogpunt beter aansluiting zoeken bij een commissie van een ander fonds zoals BPD. De kosten wegen niet op tegen de kleinschaligheid.

Johan Conijn vult daarop aan dat je middenhuur kunt ontwikkelen en laten afnemen door de niet-DAEB-tak van (grotere) corporaties. Deze willen 10.000 woningen ontwikkelen in dit segment en Timpaan hoeft niet haar beschikbare middelen aan te spreken via haar fonds en kan zich als sociaal ontwikkelaar profileren. Jannes van Loon vult aan dat dit een 'soort' van nieuwe corporatie betreft.

"Schoenmaker blijf bij je leest" geven de experts unaniem aan. Waarom zou je het zelf doen als anderen het doen. Geografisch kan het een niche zijn. Toets de animo van corporaties in bijvoorbeeld Noord-Holland Noord. Neem Bouwstroom-concept als voorbeeld. Je kan wel als fonds experimenteren en op een later moment overdragen aan corporaties. Hamit Karakus heeft een voorbeeld van Haag Wonen waar alle seinen op groen staan qua eisen en een rendement van 3%, maar het loopt vast op de beschikbaarheid van grond. Coen van Rooyen geeft aan dat voor het verhuren van woningen geen fonds nodig is, maar beleg je als ontwikkelaar. Zo kun je evengoed aan de beoogde doelgroep verhuren. Voor langere termijn is er wel governance benodigd.

## 8.2. Conclusie

Conclusie van deze eerste consultatieronde is dat er dus niet één beeld van een soort fonds is ontstaan, maar dat er meerdere insteken zijn voor het versterken van het maatschappelijk imago in combinatie met het kunnen besteden van de beschikbare middelen. Dit zijn:

1. Timpaan in huidige organisatie zonder woningfonds handhaven ('Schoenmaker blijf bij je leest'), samenwerken met corporaties en de middenhuur af laten nemen door de lokaal actieve corporatie (Niet-DAEB-tak van corporatie)
2. Vastgoedfonds met doelstelling versterken maatschappelijk imago
3. Grondfonds
4. Ontwikkelaar van coöperatieve initiatieven; Timpaan heeft middelen beschikbaar en kan ontwikkelen.

## 8.3. De resultaten van de SWOT-analyse

Het tweede gedeelte van de expertmeeting betreft het ieder individueel invullen van een SWOT welke daarna plenair wordt bediscussieerd. De resultaten van de SWOT geven het volgende beeld vanuit het perspectief van elke expert.

Het perspectief van Friso de Zeeuw is geen woningfonds voor Timpaan omdat Timpaan een kleine organisatie is die sterk is in zijn corebusiness. Gebruik het kapitaal om die verder te versterken in de verwerving van lange termijn grond- (en vastgoed) posities en de middeldure huurwoningen te ontwikkelen voor corporaties in je werkgebied. Het perspectief van Johan Conijn is dat de woningcorporatie het fonds is en afnemer van de middensegment huurwoningen die Timpaan realiseert. Hamit Karakus ziet het fonds als een fonds dat maatschappelijke problemen mede oplost. Coen van Rooyen en Jannes van Loon zien het fonds dat woningen koopt van Timpaan en verhuurt aan specifieke doelgroep en accepteert een lager rendement met als bijvangst imagoverbetering.

### Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, want ... (Strength/ Sterkte)

#### Friso de Zeeuw

- Er is behoefte aan middenhuur €750-1000.
- Goede entree bij (nieuwe) gemeenten.

#### Hamit Karakus

- Oplossing voor maatschappelijke knelpunten (vliegwieleffect) zoals betaalbare woningen.
- Voorbeeldfunctie.
- Geeft intern bij Timpaan nieuwe motivatie onder medewerkers en stimuleert de creativiteit.

#### Johan Conijn

- Het biedt een mogelijkheid om betaalbare huur aan de woningvoorraad toe te voegen.
- Helpt corporaties met de 10.000 niet-DAEB-woningen te realiseren.
- Het helpt gemeenten om hun middenhuur-ambities te realiseren en daarmee de huurders.

#### Coen van Rooyen en Jannes van Loon

- Goede PR en imago.
- Maatschappelijk relevant.
- Nu al sterke verankering t.o.v. concurrentie.
- Fonds om vermogen in te zetten; niet renderend vermogen in tijden van woningnood is onverantwoord.
- Niche vullen tussen corporatie en institutionele beleggers.
- Afzet ontwikkeling verzekerd.

## **Het woningfonds van Timpaan is geen goed idee, omdat ... (Weakness/ Zwakte)**

Friso de Zeeuw

- Motief niet overtuigend om langer maatschappelijk relevant te zijn; dat is Timpaan al.
- Te kleine schaal en van daaruit hoge kosten voor organisatie en governance.
- Kleine schaal maakt geen indruk op gemeenten.
- Twijfel aan rendement.

Hamit Karakus

- Ingewikkeld en nieuwe processen.
- Past dit bij Timpaan?
- Afbreukrisico.

Johan Conijn

- Woningcorporatie willen het zelf doen.
- Niet-marktconform huren werkt marktverstrend en verdringt andere partijen.

Coen van Rooyen en Jannes van Loon

- Oprichten structuur is duur en onnodig omdat ook zonder dergelijke structuur kan worden belegd in zelf ontwikkelde woningen.
- Borging belofte waarmee goede sier kan worden gemaakt kan ook via contracten, kettingbeding of zakelijk recht.
- Accepteren lagere BAR kan ook zonder fonds.
- Geen spikkelvastgoed in relatie tot allocatie en diversificatie.
- Maatschappelijke impact groter door te investeren in grond; blijf bij je corebusiness.

## **Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, mits ... (Opportunity/ Kansen)**

Friso de Zeeuw

- De middelen worden geïnvesteerd in posities en gronden (grondfonds).
- Ontwikkelen voor de woningcorporaties niet-DAEB.

Hamit Karakus

- Juiste doelgroep en juiste stappen om probleem op te lossen.
- Creatieve benadering binnen sector.
- Je moet erin geloven/ passie.

Johan Conijn

- De samenwerking met woningcorporaties goed uit de verf komen (afnamegarantie).
- De grondposities verworven kunnen worden, eventueel ingebracht kunnen worden door woningcorporaties om de woningen te realiseren.
- De gemeenten enthousiast gemaakt kunnen worden.

Coen van Rooyen en Jannes van Loon

- De governancestructuur niet te duur wordt opgetuigd, want met hoge kosten en een laag rendement is dit financieel onhaalbaar.
- Ondernemerschap in maatschappelijke oplossingen; combinatie benutten snelheid van ontwikkelaar met maatschappelijke doelen.
- IT-gedreven en concept stimulerend.
- Beleggersfonds in maatschappelijke thema's; fonds openstellen voor particulieren (crowd-funding), coöperatief of zelfs beursgenoteerd.

## Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, tenzij ... (Threat/ Bedreiging)

### Friso de Zeeuw

- Motief niet overtuigend om langer maatschappelijk relevant te zijn; dat is Timpaan al.
- Te kleine schaal en van daaruit hoge kosten voor organisatie en governance.
- Kleine schaal maakt geen indruk op gemeenten.
- Twijfel aan rendement.

### Hamit Karakus

- Inzet op lange termijn 10-15 jaar.
- Voldoende middelen ter beschikking.
- Juiste mensen en intern draagvlak.
- Juiste partners zoals gemeenten en corporaties.

### Johan Conijn

- Regelgeving van het Rijk niet te veel belemmeringen opwerpt bij woningcorporaties (niet-DAEB-regeling nu 3 jaar opgeschort, maar daarna?).
- Gemeenten er geen maatschappelijke meerwaarde in zien.

### Coen van Rooyen en Jannes van Loon

- De governancestructuur zodanig is dat het niet slechts een marketingstrategie lijkt.
- Borging dat het “waarom” ook echt de sociale component betreft en niet slechts de bijvangst van een goed imago is, zal essentieel zijn voor het slagen van het project.
- Dus profileren als sociaal-maatschappelijk fonds en niet als belegger.
- De markt vraag drastisch verandert.

Resultaten van de SWOT-analyse	
Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, want ... (Strength/ Sterkte)	Het woningfonds van Timpaan is geen goed idee, omdat ... (Weakness/ Zwakte)
Friso de Zeeuw	Friso de Zeeuw
- Er is behoefte aan middenhuur €750-1000.	- Motief niet overtuigend om langer maatschappelijk relevant te zijn; dat is Timpaan al.
- Goede entree bij (nieuwe) gemeenten.	- Te kleine schaal en van daaruit hoge kosten voor organisatie en governance.
Hamit Karakus	- Kleine schaal maakt geen indruk op gemeenten.
- Oplossing voor maatschappelijke knelpunten (vliegwieleffect) zoals betaalbare woningen.	- Twijfel aan rendement.
- Voorbeeldfunctie.	Hamit Karakus
- Geeft intern bij Timpaan nieuwe motivatie onder medewerkers en stimuleert de creativiteit.	- Ingewikkeld en nieuwe processen.
Johan Conijn	- Past dit bij Timpaan?
- Het biedt een mogelijkheid om betaalbare huur aan de woningvoorraad toe te voegen.	- Afbreukrisico.
- Helpt corporaties met de 10.000 niet-DAEB-woningen te realiseren.	Johan Conijn
- Het helpt gemeenten om hun middenhuur-ambities te realiseren en daarmee de huurders.	- Woningcorporatie willen het zelf doen.
Coen van Rooyen en Jannes van Loon	- Niet-marktconform huren werkt marktverstrend en verdringt andere partijen.
- Goede PR en imago.	Coen van Rooyen en Jannes van Loon
- Maatschappelijk relevant.	- Oprichten structuur is duur en onnodig.
- Nu al sterke verankering t.o.v. concurrentie.	- Borging belofte kan ook via contracten, kettingbeding of zakelijk recht.
- Fonds om vermogen in te zetten; niet renderend vermogen in tijden van woningnood is onverantwoord.	- Accepteren lagere BAR kan ook zonder fonds.
- Niche vullen tussen corporatie en institutionele beleggers.	- Geen spikkelvastgoed in relatie tot allocatie en diversificatie.
- Afzet ontwikkeling verzekerd.	- Maatschappelijke impact groter door te investeren in grond; blijf bij je corebusiness.
Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, mits ... (Opportunity/ Kansen)	Het woningfonds van Timpaan is een goed idee, tenzij ... (Threat/ Bedreiging)
Friso de Zeeuw	Friso de Zeeuw
- De middelen worden geïnvesteerd in posities en gronden (grondfonds).	- Motief niet overtuigend om langer maatschappelijk relevant te zijn; dat is Timpaan al.
- Ontwikkelen voor de woningcorporaties niet-DAEB.	- Te kleine schaal en van daaruit hoge kosten voor organisatie en governance.
Hamit Karakus	- Kleine schaal maakt geen indruk op gemeenten.
- Juiste doelgroep en juiste stappen om probleem op te lossen.	- Twijfel aan rendement.
- Creatieve benadering binnen sector.	Hamit Karakus
- Je moet erin geloven/ passie.	- Inzet op lange termijn 10-15 jaar.
Johan Conijn	- Voldoende middelen ter beschikking.
- De samenwerking met woningcorporaties goed uit de verf komen (afnamegarantie).	- Juiste mensen en intern draagvlak.
- De grondposities verworven kunnen worden, eventueel ingebracht door woningcorporaties.	- Juiste partners zoals gemeenten en corporaties.
- De gemeenten enthousiast gemaakt kunnen worden.	Johan Conijn
Coen van Rooyen en Jannes van Loon	- Regelgeving van het Rijk niet te veel belemmeringen opwerpt bij woningcorporaties
- De governancestructuur niet te duur opgetuigd; hoge kosten en laag rendement financieel onhaalbaar.	- Gemeenten er geen maatschappelijke meerwaarde in zien.
- Ondernemerschap in maatschappelijke oplossingen.	Coen van Rooyen en Jannes van Loon
- IT-gedreven en concept stimulerend.	- De governancestructuur zodanig is dat het niet slechts een marketingstrategie lijkt.
- Beleggersfonds in maatschappelijke thema's; fonds openstellen,	- Borging dat het “waarom” ook echt de sociale component betreft.
	- Dus profileren als sociaal-maatschappelijk fonds en niet als belegger.
	- De markt vraag drastisch verandert.

Figuur 16: Schema resultaten SWOT-analyse Expertmeeting (eigen bewerking)

#### 8.4. Stellingen Expertmeeting

Tot slot zijn er een aantal stellingen voorgehouden die plenair zijn bediscussieerd met dezelfde experts met uitzondering van Johan Conijn die niet langer aanwezig kon zijn.

Hoe is maatschappelijk rendement meetbaar volgens u?

- Bijvoorbeeld bij een lerarenfonds kun je de korting op de huur of het aantal daarmee binnengehaalde leraren kwantitatief beoordelen. Maar hoeveel moeite moet Timpaan nemen en voor wie meet je? Er is geen audit of intervisie, maar een doelstelling die je zelf bepaald.
- Via een maatschappelijke Kosten- en Batenanalyse.

Wat is volgens u een onderbelicht thema als het gaat om maatschappelijk rendement?

- De huisvesting van werkenden en lokaal verschillende benadering.

Welk thema gaat volgens u actueel worden waarin een woningfonds op kan inspringen?

- Een realistisch antwoord op de woningnood; nieuwbouw dicht bij bestaande voorraad.
- Bijzondere objecten zoals cultureel erfgoed.
- Timpaan zou aandeelhouder van BOEI kunnen worden.

Wat is de beste horizon/ instandhouding van bezit in fonds t.a.v. maatschappelijke meerwaarde?

- Eeuwig tussen corporatie en belegger in.
- Of na 15 jaar met een instandhoudingsplicht voor de opvolgende koper zodat Timpaan meer kan revolveren.

Welke netto-inkomsten zouden revolverend moeten zijn: huur of verkoopresultaat uitponding of allebei?

- Allebei omdat dit anders de geloofwaardigheid aantast.
- Vanaf begin aan duidelijkheid geven aan doelstelling van fonds.
- Neem voorbeeld aan governance en imago van Stadsherstel; deze maken rendement maar hebben een maatschappelijk imago.

Wat is het onderscheidend vermogen van woningfonds Timpaan t.o.v. woningcorporatie en beleggers?

- Ten opzichte van woningcorporaties heeft Timpaan meer kennis, ontwikkelcapaciteit en snelheid en is niet gebonden aan doelgroepen en inkomensgrenzen.
- Ten opzichte van beleggers kan Timpaan genoeg nemen met minder rendement en hebben beleggers aan meer commerciële parameters te voldoen.
- Het volume van het fonds van beleggers is veel groter.

Na discussie over deze stellingen zijn alle experts bedankt voor hun inbreng. De opgehaalde informatie is waardevol voor Timpaan en deze Company Research Paper en daarmee is de expertmeeting door alle deelnemers als geslaagd geëvalueerd.

#### 8.5. Samenvattende conclusie

De expertmeeting heeft als tweede deel van het kwalitatieve onderzoek heel andere inzichten opgeleverd door de kritische houding en inbreng van de experts. Achteraf terecht is tegen het licht gehouden of de reden van oprichting van een woningfonds de hoofdreden is of alleen bijvangst. Maar ook de afweging van de aanvullende impact op de maatschappelijke bijdrage in relatie tot de impact op de organisatie van Timpaan. En tot slot hoe maatschappelijk rendement kan worden uitgebreid en toch bij je corebusiness te blijven. Uitkomst van het eerste deel van de expertmeeting is dat er niet één beeld van een soort fonds is ontstaan, maar dat er meerdere insteken zijn voor het versterken van het maatschappelijk imago in combinatie met het kunnen besteden van de beschikbare middelen.

De expertmeeting heeft een verrassende wending gegeven aan het inzicht over een woningfonds en heeft daarmee invloed op de uiteindelijke managementaanbeveling voor het woningfonds. Het grote verschil zit in het type woningfonds. In het begin van het onderzoek is hypothetisch uitgegaan

van de oprichting van een woningfonds gevuld met middenhuurwoningen om daarmee langduriger maatschappelijk rendement te bewerkstelligen. Inhoudelijk ging het daarom voornamelijk over de uitgangspunten, invulling en beheer van de woningen en het fonds.

Na de expertmeeting is het uitgangspunt bijgesteld naar een doorstroomfonds met als doel build-to-let en de toevoeging van sociaal-maatschappelijke voorwaarden via dit fonds. Dit houdt in dat woningen worden ontwikkeld voor de verhuur en tijdelijk in het fonds worden gezet. Hier worden de nadere sociaal-maatschappelijke voorwaarden toegevoegd die passen bij de missie en visie van Timpaan. Daarna worden de woningen verkocht aan een belegger en/of woningcorporatie (niet-DAEB). De financiële voorzieningen kunnen worden aangewend voor grond- en ontwikkelposities.

Hiermee is een beperkte aanpassing van de organisatiestructuur en governance nodig, heeft de financiële voorziening een doel gekregen die beter past bij de corebusiness van de organisatie, biedt het concurrentievoordelen en brengt het fonds een verbindende schakel tussen de beoogde maatschappelijke doelen en de huidige strategie als Koopstart en Timpaan Advies.

De methode-triangulatie heeft mijn advies niet bevestigd, maar juist genuanceerd.



## 9. Conclusie

*De oorspronkelijke centrale onderzoeksvraag is aan welke kaders en randvoorwaarden een woningfonds voor middenhuur dient te voldoen voor maatschappelijk rendement.* De deelvragen met betrekking tot de woningmarkt en de fondsvorming zijn via de theorie en empirische literatuur behandeld. De deelvragen over de toepassing en uitvoering van het fonds zijn behandeld via het kwalitatief en kwantitatief onderzoek.

### Theoretische inbedding Woningmarkt

De woningmarkt is een gesloten systeem: wanneer de mogelijkheden van de ene groep wijzigen, heeft dat directe gevolgen voor een andere groep; het zijn communicerende vaten, (Schilder, 2020). De flexibilisering van de arbeidsmarkt (Schilder en Conijn, 2015) en het loonbeleid (Groot, 2020) zijn van grote invloed op de woningmarkt. De private huursector kan een oplossing zijn in deze toegankelijkheids- en betaalbaarheidsproblematiek van huishoudens die teveel verdienen voor een woning in de sociale huursector, maar ook te weinig kunnen lenen voor een woning in de koopsector (Schilder en Conijn, 2015; Janssen, 2017; Lennartz et al. 2019). In dit vacuüm is het woningfonds van Timpaan beoogt.

### Doelgroepen middenhuur

Er zijn meerdere doelgroepen voor middenhuur zoals de middeninkomens en sleutelberoepen, de hogere inkomens die vanuit flexibiliteit huren en ouderen die voorsorteren op beperktere mobiliteit (Dopper, 2020).

### Build-to-let

Het opvoeren van de bouwproductie is nodig en met een tekort van zo'n 80.000 tot 100.000 midden-huurwoningen (in 2020) is de behoefte aan middenhuur duidelijk (Dopper, 2020). Het beleidsadvies om build-to-let te stimuleren mede door de hoge investeringslasten en complexe regelgeving bij nieuwbouw (Schilder et al., 2021) is op het lijf geschreven voor een woningfonds vanuit een ontwikkelaar. Dit geldt zowel voor het opvoeren van de bouwproductie voor koop en huur als het aanbieden van huurwoningen.

### Theoretische inbedding Fondsvorming

Belangrijke basisvoorwaarde van een revolverend fonds is een haalbare businesscase van projecten waarin wordt geïnvesteerd (Oldenhof, 2016; Boelman, 2018). Vanuit een revolverend fonds kan financiële steun verstrekt worden met oplopende profielen in betrokkenheid en daarmee sturingsmogelijkheid en bijbehorend risicoprofiel. Dit zijn respectievelijk garantie, lening, participatie en ontwikkeling (Boelman, 2018). Voor een woningfonds vanuit een ontwikkelaar ligt het profiel 'ontwikkeling' voor de hand temeer ze gewend zijn hogere risicoprofielen te aanvaarden.

### Breder rendement

Voordeel van een revolverend woningfonds wordt mede ingegeven doordat het fonds naast financieel rendement de rendementen op bredere wijzen kan interpreteren. De ontwikkeling draagt bijvoorbeeld bij aan de woningbouw zowel qua aantallen als doelgroepen en segmenten, maar ook aan duurzaamheid, innovatie, sociale cohesie en versterking van de economische structuur (Boelman, 2018).

### Voordelen combinatie

Naast de winst uit exploitatie en waarde stijging van de woningen zijn er de volgende bijkomende voordelen te behalen uit de combinatie van een woningfonds bij een ontwikkelaar: schaalvoordelen, minder afzetrisico, verbreding van de organisatie, ketenverlenging, gewilde samenwerkingspartner voor gemeenten, bescherming tegen conjunctuurschommelingen (diversificatie), extra fiscale voordelen en mogelijk extra winst bij uitponding (Schimmel, 2016).

### Empirische analyse: Interview

In het eerste deel van het kwalitatieve onderzoek is hypothetisch uitgegaan van de oprichting van een woningfonds en met name over de uitgangspunten, invulling en beheer van de woningen en het fonds. Vanuit de interviews met experts komen bredere doelstellingen en adviezen naar voren die van toepassing kunnen zijn op met name de commerciële bedrijfsvoering van Timpaan ongeacht het maatschappelijke doel.

### Empirische analyse: Scenarioanalyse

De scenarioanalyse geeft de invloed op de liquiditeit en de balansverschuiving weer vanuit de oprichting van het woningfonds met woningen in bezit met indirect gevolgen voor de ratio's en leencapaciteit. Tevens is geanalyseerd dat het niet realistisch is om een fonds op te bouwen die de volledige vaste lasten van Timpaan in crisistijd kan dekken met netto huurinkomsten.

### Empirische analyse: Expertmeeting

De expertmeeting heeft als tweede deel van het kwalitatieve onderzoek heel andere inzichten opgeleverd door de kritische houding en inbreng van de experts. Achteraf terecht is tegen het licht gehouden of de reden van oprichting van een woningfonds de hoofdreden is of alleen bijvangst. Maar ook de afweging van de aanvullende impact op de maatschappelijke bijdrage in relatie tot de impact op de organisatie van Timpaan. En tot slot hoe maatschappelijk rendement kan worden uitgebreid en toch bij je corebusiness te blijven. Uitkomst van het eerste deel van de expertmeeting is dat er niet één beeld van een soort fonds is ontstaan, maar dat er meerdere insteken zijn voor het versterken van het maatschappelijk imago in combinatie met het kunnen besteden van de beschikbare middelen. Dit heeft veel invloed gehad op de interpretatie van de eerder vergaarde informatie en de uiteindelijke managementaanbeveling.

### Gewijzigd inzicht

De expertmeeting heeft een verrassende wending gegeven aan het inzicht over een woningfonds en heeft daarmee invloed op de uiteindelijke managementaanbeveling voor het woningfonds. Het grote verschil zit in het type woningfonds. In het begin van het onderzoek is hypothetisch uitgegaan van de oprichting van een woningfonds gevuld met middenhuurwoningen om daarmee langduriger maatschappelijk rendement te bewerkstelligen. Inhoudelijk ging het voornamelijk over de uitgangspunten, invulling en beheer van de woningen en het fonds.

### Aanbeveling

Na de expertmeeting is het uitgangspunt bijgesteld naar een woonfonds in de vorm van een doorstroomfonds met als doel build-to-let en de toevoeging van sociaal-maatschappelijke voorwaarden via dit fonds. Dit houdt in dat woningen worden ontwikkeld voor de verhuur en tijdelijk in het fonds worden gezet. Hier worden de nadere sociaal-maatschappelijke voorwaarden toegevoegd die passen bij de missie en visie van Timpaan. Daarna worden de woningen verkocht aan een belegger en/of woningcorporatie (niet-DAEB). De financiële voorzieningen worden aangewend voor extra grond- en ontwikkelposities in plaats van voor de woningen in het fonds.

Hiermee is een beperkte aanpassing van de organisatiestructuur en governance van Timpaan nodig, heeft de financiële voorziening een doel gekregen die beter past bij de organisatie en biedt het woonfonds concurrentievoordelen. Tot slot brengt het woonfonds een verbindende schakel tussen de beoogde maatschappelijke doelen, de beoogde positionering en de huidige strategie waaronder Koopstart en Timpaan Advies en dit heeft geleid tot de gewijzigde aanduiding van het fonds van woningfonds naar woonfonds.

### Invloed methode-triangulatie

De resultaten van het theoretisch kader, de interviews en de scenarioanalyse zijn daardoor uiteindelijk anders geïnterpreteerd en beoordeeld dan vooraf en ook tijdens de uitvoering van het onderzoek werd aangenomen. De invulling van de kaders en randvoorwaarden van het definitief advies zijn anders dan het concept die tijdens de expertmeeting zijn benoemd. De methode-triangulatie heeft mijn advies niet bevestigd, maar juist genuanceerd.

#### Antwoord op onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag is met de gewijzigde aanduiding van het woningfonds naar woonfonds aangepast. Derhalve wordt de formulering van de *centrale onderzoeksvraag*: “*Aan welke kaders en randvoorwaarden dient een revoluerend woonfonds te voldoen voor het behalen van maatschappelijk rendement?*”. Het finale antwoord wordt behandeld in het volgende hoofdstuk managementaanbeveling en is daarmee het definitieve advies aan de directie, het management en het bestuur van Timpaan.

## 10. Managementaanbeveling

In dit hoofdstuk wordt de aanbeveling aan het management en bestuur van Timpaan beschreven op basis van het theoretisch kader en empirisch onderzoek. Hierin wordt tevens het finale antwoord gegeven op de *centrale onderzoeksvraag: Aan welke kaders en randvoorwaarden dient een revolverend woonfonds te voldoen voor het behalen van maatschappelijk rendement?*

De aanbeveling aan de directie, het management en het bestuur van Timpaan is om een woonfonds in de vorm van een revolverend doorstroomfonds op te zetten met als doel build-to-let en de toevoeging van sociaal-maatschappelijke voorwaarden via dit fonds. Het fonds werkt als een maatschappelijke katalysator om sociaal-maatschappelijke doelen langdurig (juridisch) te koppelen aan de woningen. Dit houdt in dat woningen worden ontwikkeld voor de verhuur en tijdelijk in het fonds worden gezet. Hier worden de nadere sociaal-maatschappelijke voorwaarden toegevoegd die passen bij de missie en visie van Timpaan. Daarna worden de woningen verkocht aan een belegger en/of woningcorporatie (niet-DAEB). De financiële voorzieningen worden aangewend voor extra grond- en ontwikkelposities in plaats van voor de woningen in het fonds.

De investering in deze woningen vloeit na verkoop terug in het woningfonds om het doel opnieuw tot uitvoer te brengen. Het fonds heeft daarmee een revolverend karakter.

De focus ligt op het middenhuursegment, maar de statuten en governance moeten flexibiliteit geven om te kunnen wisselen van maatschappelijk thema en/of doelgroep zodat het fonds ten allen tijden kan inspringen op actuele maatschappelijke thema's. Daaronder valt ook een bredere scope om sociale huur en duurdere vrije sectorhuur mogelijk te maken. Het moet zelfs mogelijk zijn om opgeleverde onverkochte woningen bedoeld voor particuliere verkoop hierin te kunnen stallen in tijden van crisis of om projecten tijdelijk te stallen in afwachting van betere tijden en/of betere voorwaarden.

In deze opzet heeft het fonds een beperkt volume en daarmee ook een beperkt kapitaalbeslag. Deze opzet is daarmee een combinatie van het fonds voor middenhuur en het fonds voor de doelstelling van stichting Timpaan zoals die onder hoofdstuk huidige praktijk en positionering Timpaan is aangeduid. Daaruit volgt de voorkeur om de aanduiding van woonfonds te hanteren boven woningfonds.

De financiële voorzieningen die in eerste instantie voor de woningen in het woningfonds beoogd waren kunnen nu worden ingezet om meer en/of gerichte ontwikkelposities te verwerven.

Het woonfonds fungeert als katalysator, hefboom en/of vliegwiel voor (eigen) gebiedsontwikkelingen. Ook is in de schakel tussen de huidige ontwikkelactiviteiten van Timpaan en het woonfonds een prominentere rol weggelegd voor het reeds bestaande Timpaan Advies (gedelegeerd ontwikkelaar voor externe opdrachtgevers). Temeer woningcorporaties nauwelijks zelf mogen en/of kunnen ontwikkelen en beleggers liever turn-key al dan niet in verhuurde staat kopen.

Hierna wordt een specifieke aanbeveling per element gegeven zoals die van toepassing is op het woonfonds. *Dit zijn de kaders en randvoorwaarden voor een revolverend woonfonds voor het behalen van maatschappelijk rendement.*

### 10.1. Maatschappelijk doel en maatschappelijk rendement

Het woonfonds dient als verlengstuk voor het bestaande maatschappelijke doel voor de ontwikkeling van betaalbare woningen om de beschikbaarheid te vergroten en daarmee het aanbodtekort te verkleinen en om de doorstroming te bevorderen. Door geografisch strategische locaties te verwerven/ontwikkelen kunnen verdringingseffecten en geografische segregatie worden tegengegaan. Het woonfonds draagt bij aan de kwalitatieve en kwantitatieve woningbouwopgave. Het meetbaar maken van maatschappelijk rendement kan middels dit woonfonds. Door de aantallen, het investeringsbedrag en/of de lagere start op de stichtingskosten kan (kwantitatief) inzichtelijk worden gemaakt welk deel is ingezet voor de gestelde maatschappelijke doeleinden.

### 10.2. Intern doel

Het beleidsadvies om build-to-let te stimuleren mede door de hoge investeringslasten en complexe regelgeving bij nieuwbouw (Schilder et al., 2021) is op het lijf geschreven voor een woonfonds vanuit een (maatschappelijke) ontwikkelaar. Dit geldt zowel voor het opvoeren van de bouwproductie voor koop en huur als het aanbieden van huurwoningen.

De financiële voorzieningen kunnen worden aangewend voor grond- en ontwikkelposities om daar huurwoningen op te kunnen ontwikkelen. Het woonfonds draagt bij aan de continuïteit, stabiliteit en rendement mede door de ontstane diversificatie en risicospreiding binnen Timpaan.

Het woonfonds brengt minder afzetrisico, verbreding van de organisatie, ketenverlenging, gewilde samenwerkingspartner voor gemeenten en corporaties (reciprociteit), bescherming tegen conjunctuurschommelingen (diversificatie), mogelijk fiscale voordelen, mogelijk extra rendement bij (uitgestelde) verkoop en mogelijk gunstige leningsvoorwaarden met zich mee.

### 10.3. Productmarktcombinatie

De focus ligt op middenhuur/middensegment in appartementen en grondgebonden woningen. De grootte is flexibel en afhankelijk van regio en huurprijs. In Randstedelijke regio is het een starterproduct en in overig gebied meer een doorstroomproduct. Vanuit oogpunt van de doorverkoop en financiering dient aandacht te zijn voor Total Cost of Ownership met inachtneming van de Sustainable Development Goals waaraan Timpaan zich heeft gecommitteerd.

De huurprijzen in het middensegment zijn tussen de liberalisatiegrens en €1.000 euro (prijsspeil 2021); de grootte van de woning is afhankelijk van de regio.

Als voorwaarde voor verhuur is het advies de huurprijsgrens te koppelen aan de maximale inkomensgrens met een terugkerende inkomenstoets om (toekomstige) betaalbaarheidsproblemen te voorkomen. De doelgroepen, waaronder de sleutelberoepen, starters en senioren, hebben inkomens tussen 40.000 en 70.000 euro (tweeverdieners). Naast een inkomenstoets is een toets op kwaliteit van huurder (gedrag) ook aanbevelingswaardig.

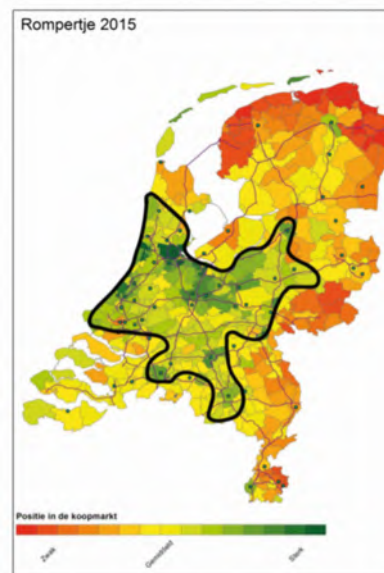
### 10.4. Marktbereik/ zoekgebied

Het advies is om de niche te benutten tussen de woningcorporaties en beleggers. Ten opzichte van woningcorporaties heeft Timpaan meer kennis, ontwikkelcapaciteit en snelheid en is niet gebonden aan doelgroepen en inkomensgrenzen. Ten opzichte van beleggers kan Timpaan genoeg nemen met minder rendement en hoeft Timpaan ten opzichte van beleggers aan minder commerciële parameters te voldoen.

Het advies is om minimaal het huidige eigen geografische werkgebied te consolideren. Door het ‘Rompertje van Friso’ te projecteren op het werkgebied en het werkgebied daarmee in Zuidelijke en Oostelijke richting uit te breiden heeft Timpaan meer bereik zonder afbreuk te doen aan het gewenste beleggingsgebied van beleggers en woningcorporaties (afnemers). Dit werkgebied geeft voldoende geografische allocatie en diversificatie.



Figuur 17: Huidig werkgebied Timpaan (bron: Timpaan)



Figuur 18: Rompertje van Friso (bron: frisodezeeuw.nl)

Als verdere verdieping van het werkgebied is het advies om te ontwikkelen in de randen (periferie) van centrumsteden met goede (OV-)verbinding en niet in de binnenstad van dure steden. Afwijkend van de huidige positionering is dat Timpaan ook interesse moet hebben in het beleggingsgebied van institutionele beleggers omdat zij de potentiële afnemers zijn.

In gemeenten waar Timpaan nog niet actief is kan Timpaan haar positie en het vertrouwen versterken met het woonfonds door dit te gebruiken als acquisitietool zowel naar de gemeente zelf als de betrokken woningcorporaties om in de niet-DAEB-doelstelling te kunnen voorzien.

### 10.5. Volume fonds

Het woonfonds heeft vanwege het doorstroomkarakter een beperkt volume, maar wel een volume dat revolverend werkt doordat het woonfonds vanuit de vastgoed- en gebiedsontwikkeling met minimaal 50-75 woningen per jaar kan worden gevuld.

Vanwege het beperkte volume en het benodigde kapitaalbeslag is het niet realistisch om een fonds op te bouwen die de volledige vaste lasten van Timpaan in crisistijd kan dekken met huurinkomsten. Het vraagt dan substantieel minder kapitaal om voor een aantal crisisjaren deze vaste lasten te voorzien.

### 10.6. Revolverendheid

Het revolverend karakter van het woonfonds van Timpaan is dat Timpaan risicodragend participeert in projecten met een maatschappelijk doel waar een terugverdienmogelijkheid bestaat. Revolverende fondsen zijn alleen geschikt voor projecten waar op financieel gebied een terugverdieneffect bestaat; dus projecten met een maatschappelijk rendement maar nauwelijks financieel rendement zijn niet geschikt voor revolverende fondsen; dan is er eerder sprake van subsidie.

Het meest voor de hand liggende revolverende instrument is ‘ontwikkeling’ vanwege de hoogste sturingsmogelijkheid in combinatie met de hoogste risico’s, maar dat past juist bij de corebusiness van Timpaan. De geïnvesteerde middelen vloeien via rendementen en inkomsten uit verkoop terug in het woonfonds. De termijn van revolverendheid van het project is gelijk aan de looptijd van het project en de termijn van het fonds oneindig, maar daarmee is het maatschappelijk doel wel bereikt. Ten aanzien van (eigen) gebiedsontwikkelingen kan het woonfonds versterkend werken door een afnamegarantie. Het woonfonds heeft daarom meerdere rollen afhankelijk van wat nodig is, zoals facilitator, aanjager, (voor)financier en investeerder.

### 10.7. Structuur en governance

Het advies voor de juridische structuur is een BV-structuur vanuit aansprakelijkheid en fiscale mogelijkheden. Vanwege de koppeling met de vastgoed- en gebiedsontwikkeling is de verwachting binnen dezelfde fiscale eenheid maar dat moet nader worden onderzocht. Er dient tevens te worden onderzocht of het fiscaal aantrekkelijk is om de huurwoningen vanuit het woonfonds via aandelen in een vastgoedrechtspersoon te verkopen om geen BTW en ook geen overdrachtsbelasting te hoeven verrekenen. Dit vraagt om nader onderzoek.

Aangezien de woningen tijdelijk in het woonfonds worden gestald kan een project met huurwoningen dezelfde besluitvormingsrouting volgen via het bestuur van de stichting Timpaan, hoeft er geen aparte investeringscommissie te worden opgezet en kan gebruik gemaakt worden van het huidige investeringsmandaat.

In de governance dient opgenomen te worden dat het woonfonds een first right of refusal heeft om niet alle te ontwikkelen huurwoningen via het fonds te laten stromen en deze daarmee ook rechtstreeks kunnen worden verkocht aan beleggers en/of woningcorporaties via de entiteit waarin de ontwikkeling plaatsvindt.

Om het woonfonds extra gewicht mee te geven met name in de onderscheidende maatschappelijke rol kan een extra hoofdtaak aan het bestuur (al dan niet een aparte bestuurder) worden gekoppeld inzake het woonfonds (en wellicht in combinatie met Koopstart) die het maatschappelijk rendement beoordeelt, signaleert, maar ook kan helpen in de aanpassing van maatschappelijk thema’s als afgeleide van maatschappelijke problematiek. Deze persoon is bij voorkeur kernpersoon uit het werkgebied om vertrouwen bij nieuwe gemeenten (en corporaties) te laten groeien.

Vanwege het formaat van het woonfonds is geen aparte fondsbeheerder nodig. Vanwege het doorstroomkarakter is geen technisch en commercieel beheer nodig. De acquisitie en risicobeoordeling en ook het financiële beheer blijft gehandhaafd zoals onder de huidige werkwijze.

### 10.8. Samenwerking

Timpaan werkt vaak samen in projecten zowel in ontwikkeling als ook in bouwteam. Vaak is er sprake van ongelijkheid op maatschappelijk gebied en dat verzwakt de maatschappelijke uitstraling van Timpaan. Voor het woonfonds is het advies om geen samenwerkingen met partijen in het woonfonds of via het woonfonds aan te gaan. Uitzondering is de financier/financiële participatie met voorkeur voor een partij die er maatschappelijk ook goed instaat.

Wel kan een object of project uit een samenwerking worden gekocht door het woonfonds van Timpaan en daarmee de maatschappelijke voorwaarden toe te voegen die daarmee de uitstraling van Timpaan versterkt (en niet die van de entiteit van de samenwerking).

### 10.9. Concurrentievoordeel

Vanuit propositie en acquisitie zal het woonfonds het vertrouwen bij met name nieuwe gemeenten vergroten door langere en duurzame verbinding met het gebied/regio. Bij gemeenten waarin Timpaan reeds actief is het vertrouwen reeds aanwezig en zal een woonfonds hier vermoedelijk

niet substantieel aan bijdragen maar de band wel versterken. Met het woonfonds kan een eigen mix van koop en huur worden bepaald (inclusiviteit), maar kan ook beter ingespeeld worden op gemeentelijke eisen t.a.v. middenhuur zoals in de nieuwe Omgevingswet wordt opgenomen. We sorteren daarmee voor op de wijzigingen in de wetgeving.

Door samenwerking met gemeenten en woningcorporaties ontstaat reciprociteit wat zou moeten leiden tot het makkelijker verkrijgen van grond- en ontwikkelposities.

Met het woonfonds kunnen lagere risico's worden ingerekend, geen marketing- en verkoopkosten en daarmee lagere ontwikkelingskosten. Zoals in de scenarioanalyse is aangetoond kunnen de stichtingskosten zo'n 4% lager zijn.

Het woonfonds kan als buffer fungeren bij woningen die te goedkoop moeten worden aangeboden vanwege een (opgelegde) maximale verkoopprijs; zonder woonfonds is er sprake van een eenmalig voordeel van de eerste koper en via het woonfonds kan een langere invloed en hoger aandeel in maatschappelijk rendement worden verkregen.

#### 10.10. Financiering

Het eigen vermogen in de vorm van de financiële voorzieningen dient hiervoor te worden ingezet en dit vermogen werkt revolverend.

Een fonds wordt gezien als eigen vermogen en kan daarom dienen als hefboom voor aantrekken van goedkoop vreemd vermogen (leverage). Wellicht kan Timpaan als stichting een gunstige lening bij BNG of andere bank gelieerd aan (semi-)overheid krijgen. De lening dient met de mate van revolverendheid mee te kunnen bewegen met betrekking tot de verpanding.

#### 10.11. Beoordelingscriteria voor opname in woonfonds

De beoordelingscriteria voor opname in het woonfonds van Timpaan zijn afwijkend van de fondsen waar woningen voor langere termijn in zitten, maar om de woningen marktconform door te kunnen verkopen aan beleggers en woningcorporaties dient daar evengoed rekening mee gehouden te worden. De belangrijkste criteria voor deze beleggers zijn: rendement op lange termijn, locatie/geografische ligging, omvang project, type en grootte woning en de materialisatie/ Total Cost of Ownership.

Vanuit Timpaan komt daarbij dat de woningen passen in het sociaal-maatschappelijke doel van het woonfonds, dat er voorwaarden en criteria aan kunnen worden toegevoegd om dit sociaal-maatschappelijke doel voor langere tijd vast te kunnen leggen in contracten, akten en/of overeenkomsten. Ter overweging kan Timpaan ook de eerste toewijzing ter hand nemen om invloed te hebben op de toetsing op inkomen, gedrag en overige selectiecriteria van de eerste huurders. De woningen kunnen dan in verhuurde staat worden doorgezet naar corporaties en/of beleggers.

#### 10.12. Conclusie managementaanbeveling

De aanbeveling aan het management en bestuur van Timpaan is om een woonfonds in de vorm van een revolverend doorstroomfonds op te zetten met als doel build-to-let en de toevoeging van sociaal-maatschappelijke voorwaarden via dit woonfonds. Het woonfonds werkt als een maatschappelijke katalysator om sociaal-maatschappelijke doelen langdurig (juridisch) te koppelen aan de woningen. Dit houdt in dat woningen worden ontwikkeld voor de verhuur en na goedkeuring (vanwege first right of refusal) tijdelijk in het woonfonds worden gezet. Hier worden de nadere sociaal-maatschappelijke voorwaarden toegevoegd die passen bij de missie en visie van Timpaan. Daarna worden de woningen verkocht aan een belegger en/of woningcorporatie. De financiële voorzieningen worden aangewend voor extra grond- en ontwikkelposities in plaats van voor de woningen in het woonfonds. De investering in deze woningen vloeit na verkoop terug in het woonfonds om het doel opnieuw tot uitvoer te brengen. Het fonds heeft daarmee een revolverend karakter.



Hiermee is een beperkte aanpassing van de organisatiestructuur en governance nodig, heeft de financiële voorziening een doel gekregen die beter past bij de organisatie, biedt het woonfonds concurrentievoordelen en brengt het woonfonds een verbindende schakel tussen de beoogde maatschappelijke doelen, positionering en de huidige strategie waaronder Koopstart en Timpaan Advies en het fonds voor de doelstelling Stichting Timpaan.

Managementaanbeveling	kaders en randvoorwaarden	bron advies	
<i>criteria</i>			
<b>maatschappelijk doel en maatschappelijk rendement</b>	verlengstuk voor ontwikkeling betaalbare woningen aanbodtekort verkleinen / beschikbaarheid vergroten tegenaan geografische segregatie en verdringsingseffecten bijdragen aan kwalitatieve en kwantitatieve woningbouwopgave meetbaar maken door aantallen, investeringsbedrag en staart	timpaan literatuur literatuur literatuur timpaan	(Schilder et al., 2020) (Schilder et al., 2021) (Boelman, 2018)
<b>intern doel</b>	voorzieningen inzetten voor grond- en ontwikkelposities build-to-let woningfonds brengt minder afzetriscico, verbreding, ketenverlenging, diversificatie, fiscale voordelen, extra rendement mogelijk gunstige leningsvoorwaarden	expertmeeting literatuur literatuur literatuur interview	(J. Conijn en F. de Zeeuw) (Schilder et al., 2021) (Schimmel, 2016) (Schimmel, 2016) (R. Lengers, Rabobank)
<b>productmarktcombinatie</b>	middenhuur appartementen en grondgebonden woningen grootte flexibel en afhankelijk van regio en huurprijs starter en doorstroomproduct aandacht voor Total Cost of Ownership inachtneming SDG huurprijsgrens koppeling aan maximale inkomensgrens doelgroep sleutelberoepen, starter en senioren toets op kwaliteit huurder aanbeveling	timpaan interview literatuur interview timpaan/interview literatuur literatuur interview	(Dopper, 2020) (R. Lengers, Rabobank) (IVBN, 2019) (Groot, 2020)
<b>markt bereik / zoekgebied</b>	niche tussen woningcorporaties en beleggers consolidatie geografisch werkgebied projectie rompertje van Friso op werkgebied verdieping werkgebied periferie met goede OV-verbinding ook interesse in beleggingsgebied institutionele beleggers vertrouwen versterken bij gemeente voorzien in niet-DAEB doelstelling woningcorporaties	expertmeeting timpaan interview literatuur interview literatuur expertmeeting	(J. Conijn)  (IVBN, 2018) (Dopper, 2020) (J. Conijn)
<b>volume fonds</b>	vanwege doorstroomkarakter beperkt volume vulling vanuit ontwikkeling met 50-75 per jaar geen dekking vaste lasten in crisistijd	expertmeeting timpaan interview/scenarioanalyse	(C. van Rooyen/J van Loon)
<b>revolverendheid</b>	risicodragende participatie in maatschappelijk doel met als eis financieel rendement en maatschappelijk rendement Ontwikkeling als revolverend instrument afnamegarantie voor gebiedsontwikkeling meerdere rollen als facilitator, aanjager, financier, investeerder	literatuur literatuur literatuur literatuur literatuur	(Boelman, 2018; Oldenhof, 2016) (Boelman, 2018; Oldenhof, 2016) (Boelman, 2018) (Heurkens et al., 2020) (Van Adrichem, 2018)
<b>structuur en governance</b>	advies voor een BV-structuur fiscale eenheid en fiscale routing behoud huidige besluitvormingsrouting via bestuur met zelfde mandaat en investeringscommissie first right of refusal advies extra hoofdtaak bestuur maatschappelijk thema en rendement geen aparte fondsbeheerder	literatuur/expertmeeting interview expertmeeting timpaan expertmeeting afstemming begeleider expertmeeting	(Oldenhof, 2016; C. van Rooyen)  (C. van Rooyen)  (J. Conijn) (G.J. Peek) (C. van Rooyen)
<b>samenwerking</b>	geen samenwerking binnen fonds vanwege maatschappelijke ongelijkheid uitzondering financier met zelfde maatschappelijke insteek fonds kan wel uit samenwerking kopen en maatschappelijke voorwaarden toevoegen	expertmeeting interview expertmeeting	(F. de Zeeuw)  (C. van Rooyen)
<b>concurrentievoordeel</b>	vertrouwen bij gemeenten door langdurige en duurzame verbinding met regio voorsorteren op Omgevingswet samenwerking met gemeenten en corporaties leidt tot reciprociteit met woningfonds kunnen lagere kosten en risico's worden ingerekend langere invloed en hoger aandeel in maatschappelijk rendement	literatuur / interview literatuur literatuur/expertmeeting scenarioanalyse timpaan	(Dopper, 2020) (Schilder et al., 2020) (Schimmel, 2016)
<b>financiering</b>	financiële voorzieningen worden ingezet en dit eigen vermogen werkt revolverend fonds met eigen vermogen werkt als hefboom aantrekken vreemd vermogen wellicht gunstige lening BNG lening dient mee te kunnen bewegen mbt verpanding en mate van revolverendheid	timpaan literatuur interview eigen inbreng	(Van Ginkel, 2012)
<b>beoordelingscriteria opname in fonds</b>	vanwege marktconforme doorverkoop zijn criteria van beleggers van belang: rendement op langere termijn locatie/geografische ligging omvang project type en grootte woning materialisatie / Total Cost of Ownership criteria voor opname in fonds timpaan zijn afwijkend / aanvullend passend in maatschappelijk doel vastlegging in contracten, akten en/of overeenkomsten toetsing op inkomens en gedrag	interview     timpaan expertmeeting expertmeeting interview	     (H. Karakus) (C. van Rooyen)

Figuur 19: Schema managementaanbeveling kaders en randvoorwaarden voor een revolverend woonfonds voor middenhuurwoningen voor het behalen van maatschappelijk rendement (eigen bewerking)

## 11. Aanbevelingen en reflectie

### 11.1. Afbakening en advies nader onderzoek door Timpaan

Omdat de economische, ruimtelijke en strategische domeinen het meest relevant zijn geweest voor de antwoorden op de centrale onderzoeksvraag is deze Company Research Paper beperkt ingegaan op de juridische en fiscale domeinen. Vanwege deze afbakening van het onderwerp is nader onderzoek nodig naar met name de juridische en fiscale domeinen van een woonfonds in de keten van ontwikkeling en verkoop. Nadat de doelstelling en focus van het woonfonds duidelijk is geworden kan hier pas een heldere richting in worden gekozen.

Dit geldt zowel voor de positie van het woonfonds binnen Timpaan als voor de positie binnen of buiten de fiscale eenheid. Ook dient de fiscaal meest gunstige doorstroomrouting via het woonfonds te worden onderzocht van aankoop, ontwikkeling naar verkoop om ook daarin meer rendement te kunnen maken die uiteindelijk weer revolveert en maatschappelijk besteed kan worden. Eerder is daarin de aandelentransactie van een vastgoed BV aangehaald.

De statuten van de stichting dienen waar nodig aangepast te worden om de flexibiliteit te geven om in de toekomst te kunnen verkleuren naar actuele sociaal-maatschappelijke thema's.

Tevens dient de aanbeveling voor het woonfonds per element nader verfijnd en toegepast te worden in de verdere uitwerking en implementatie van het woonfonds zelf, maar ook als een verbindende schakel tussen de beoogde maatschappelijke doelen, positionering en de huidige strategie waaronder Koopstart en Timpaan Advies en fonds voor doelstelling Stichting Timpaan. Vandaar de wijziging in aanduiding van woningfonds naar woonfonds.

Tot slot dient er een keuze gemaakt te worden welke relatie het woonfonds gaat hebben met het fonds voor de doelstelling van de Stichting Timpaan, mede vanwege de link met betaalbaarheid.

### 11.2. Aanbeveling verder onderzoek voor de wetenschap

Een eerste aanbeveling voor verder onderzoek voor de wetenschap komt uit een van de stellingen van de expertmeeting. Een onderbelicht thema als het gaat om maatschappelijk rendement is de huisvesting van werkenden en de lokaal verschillende benadering.

Een tweede aanbeveling voor verder onderzoek is het effect van een woonfonds per regio. Aangezien de Nederlandse woningmarkt is onderverdeeld in regionale en plaatselijk lokale markten met sterke onderlinge verschillen en kenmerken, is de aanbeveling om het effect van een woonfonds en extra aanbod van middenhuur in diverse regio's verder te onderzoeken met onderlinge verschillen en overeenkomsten.

Een derde aanbeveling voor verder onderzoek is hoe het woonbeleid en inkomensbeleid elkaar beïnvloeden en welke invloed een betere afstemming heeft voor betaalbaarheid van de middengroep.

### 11.3. Validiteit en betrouwbaarheid

Ondanks de gewijzigde interpretatie van de informatie verkregen uit de theoretische inbedding, de interviews, scenarioanalyse en de expertmeeting geeft dit geen ander beeld over de validiteit en geldigheid van de informatie. Het versterkt juist de onafhankelijkheid en daarmee de kwaliteit van de insteek en verkregen informatie omdat deze op meerdere wijzen kunnen worden geïnterpreteerd. De interviews zijn repliceerbaar als dezelfde personen met dezelfde vragenlijst worden geïnterviewd. De scenarioanalyse is traceerbaar en de berekening navolgbaar en tot slot is de expertmeeting met formulieren vastgelegd en zijn de conclusies repliceerbaar. Uiteraard zit er in zowel de interviews als de expertmeeting een mate van subjectiviteit, maar dat is in deze Company Research Paper gewenst. Bij de interviews gaat het om de verschillende investment beliefs en bij de expertmeeting om de onderlinge interactie. Omdat de gegevens niet afhangen van

toevallige factoren zijn deze betrouwbaar te noemen. Door de toepassing van triangulatie door meerdere bronnen, methoden en experts te raadplegen is de geldigheid bevordert (Baarda, 2018). Dit heeft uiteindelijk geleid tot nuancering van het advies.

#### 11.4. Reflectie

De onderzoeksmethodologie en onderzoeksmodel zijn in basis goed gekozen en heeft ook positief uitpakkt. De aanpak versterkt de wetenschappelijke maar ook praktische insteek van deze Company Research Paper. Er is gebruik gemaakt van recente wetenschappelijke theoretische bronnen. De kwaliteit van de kwalitatieve onderzoeken was afhankelijk van de medewerking van de beoogde experts (respondenten) en gelukkig hebben nagenoeg alle gevraagde respondenten direct hun medewerking toegezegd en hun professionele en wetenschappelijke inbreng gegeven. De experts zijn daarbij openhartig maar ook kritisch geweest en dat heeft de inhoudelijke kwaliteit bevordert. De praktische en commerciële kant is vooral naar voren gekomen in de interviews met experts. De expertmeeting was een geslaagde mix van wetenschap en praktijk met als eerder geconcludeerd een gewijzigde wending van de managementaanbeveling. Het gewijzigde inzicht heeft ook een klein gevolg gehad voor de centrale onderzoeksvraag waarin de aanduiding woningfonds is gewijzigd in woonfonds. De titel en de managementaanbeveling heb ik hierop aangepast. De oorspronkelijke centrale onderzoeksvraag heb ik bewust wel aangehouden in de rest van de company research paper omdat het past bij het onderzoek en de weg die hierin is doorlopen.

##### Reflectie nieuwe vorm Company Research Paper

Aangezien dit het eerste wetenschappelijk onderzoek van John Noordeloos is, kan het persoonlijke vergelijk met een scriptie minder goed getrokken worden. Gelet op de referentie scripties is de toevoeging van de praktische insteek, de koppeling van bedrijf en wetenschap en dat zowel de student als het bedrijf baat heeft bij dit onderzoek zonder meer een toegevoegde waarde.

##### Interview

Het voordeel van de interviews is dat er direct kan worden geanticipeerd op de antwoorden van de respondent. Nadeel is dat niet alle vragen en antwoorden pasten bij de gekozen respondenten. Het voordeel is dat daarop in een mondeling interview goed op is te anticiperen, maar de uitwerking van de antwoorden vergt de nodige creativiteit. Een ander nadeel is dat de voorbereiding, de afname en met name de uitwerking veel tijd in beslag nemen. De score van 6 interviews uit 7 aanvragen is hoog. Een partij wilde niet meedoen vanuit concurrentieoverweging.

##### Scenarioanalyse

De scenarioanalyse was in eerste instantie lastig om de combinatieprojecten te beperken tot de huurwoningen en daarin consequent dezelfde uitgangspunten te hanteren in de berekening. De uitslag was voorspelbaar, maar ook nuttig om het beeld van de absolute investeringsbedragen te bevestigen en te kunnen spiegelen aan de financiële voorzieningen van Timpaan.

##### Expertmeeting

Het voordeel van deze expertmeeting is dat de experts elkaar kenden vanuit hun netwerk en daarom niet iets zullen beweren om indruk op de andere deelnemers te maken of juist niets zeggen omdat er schaamte heerst. Nadeel is dat er altijd (al dan niet bewust) beïnvloeding is van het gesprek en een mate van subjectiviteit.

Wat niet goed ging was de start van de expertmeeting waarin de deelnemers het woord kregen over hun ideale woningfonds. Deze bleek beperkt of niet voorbereid en ter plaatse is extra bedenktijd gegeven om toch bruikbare informatie van de experts te verkrijgen.

Het moeilijke aan de expertmeeting was het bij elkaar krijgen van de respondenten vanwege drukke agenda's en de aankomende zomervakantie. Dit vergde een tijdige voorbereiding, mede vanwege de vervanging van de respondent met achtergrond markt. Maar ook de inschatting om op

het moment van de expertmeeting voldoende informatie te hebben vergaard voor inbreng in de expertmeeting en tevens de beoogde triangulatie.

#### Reflectie op hoofdrol en bijrol

De hoofdrollen van Gert-Joost Peek en John Noordeloos binnen deze Company Research Paper zijn respectievelijk begeleider/ 1<sup>e</sup> beoordelaar en auteur. Gert-Joost Peek is sinds 2020 als adviseur via de Raad van Advies betrokken bij Timpaan en John Noordeloos is sinds mei 2018 in dienst en per 01-01-2021 adjunct-directeur bij Timpaan. Er is geen sprake van een onderlinge hiërarchische verhouding of direct contact omdat de Raad van Advies door de directeur van Timpaan wordt begeleid. De keuze voor Gert-Joost Peek voor de rol van gespreksleider bij de expertmeeting is gekozen vanuit pragmatisch oogpunt en vooral deskundigheid en expertise van Gert-Joost Peek om waar nodig tegenwicht en sturing aan de discussies te kunnen geven. Gert-Joost Peek heeft geen inhoudelijke bijdrage als expert geleverd in de expertmeeting. Bijkomend voordeel is dat de controle op de uitwerking door de auteur beter beoordeeld kon worden.

#### Managementaanbeveling

De managementaanbeveling is actueel en urgent gezien de huidige overspannen woningmarkt en de bijzondere positionering van Timpaan. Tevens is deze aanbeveling creatief omdat het een relevante praktische mix is van een revolverend woonfonds, maatschappelijk rendement, van toegevoegde waarde op de doelstelling betaalbaarheid en geen negatief grote impact heeft op de huidige organisatiestructuur. Er kan zelfs meer geïnvesteerd worden in grond- en ontwikkelposities om de corebusiness te versterken en daarmee ook een groter aandeel middenhuur te creëren, er kan meer gebruik worden gemaakt van reciprociteit door de gekozen niche en biedt meerdere concurrentievoordelen. Een win-win situatie. De aangepaste aanbeveling van een doorstroomfonds in relatie met de verbindende schakel met de huidige positionering heeft geleid tot de gewijzigde aanduiding van het fonds van woningfonds naar woonfonds.

#### Klein effect

Daarentegen heeft de toevoeging aan de woningvoorraad van 50-75 middenhuurwoningen per jaar via een woonfonds een klein effect op de totale Nederlandse woningmarkt. Een woonfonds is ook niet de solitaire oplossing, omdat de verwevenheid met de arbeidsmarkt en inkomensbeleid te complex is. Verhuisgedrag wordt vooral bepaald door grote veranderingen in de leefsituatie en niet door beschikbaarheid van woningen via een woonfonds.

#### Tot slot

Het woonfonds versterkt de missie en visie van Timpaan en haar maatschappelijke positionering en uitstraling omtrent betaalbaarheid. De aard van het geadviseerde woonfonds is passend bij Timpaan en er bestaat niet de ambitie het probleem op de woningmarkt op te lossen maar wel positief bij te dragen aan de oplossing. Timpaan is een schakel in de keten en de uitdaging van Timpaan is om deze schakel sterk te houden.

## Literatuurlijst

- Adrichem, A. van, Beuzenberg, V. & Hoorn, M. (2018) *Revolverende fondsen bij gebiedstransformatie - Welke meerwaarde kan het Rijk bieden?*. Platform 31, oktober 2018.
- Arkenbout, M. (2018). *Heeft middeldure huur toekomst in Amsterdam? - consequentie van 40-40-20 regelgeving op de investeringsbereidheid van de Nederlandse institutionele belegger*. ASRE scriptie MRE, september 2018.
- Baarda, B., Bakker, E., Boullart, A., Julsing, M., Fischer, T., Peters, V. & Van der Velden, T. (2018). *Basisboek Kwalitatief onderzoek - Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Noordhoff Uitgevers 4<sup>e</sup> druk 2018
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Van Vianen, R. & Van der Hulst, M. (2017). *Basisboek methoden en technieken - Kwantitatief praktijkgericht onderzoek op wetenschappelijke basis*. Noordhoff Uitgevers 6<sup>e</sup> druk 2017
- Beuzenberg, V., Lustenhouwer, F. & Wassenberg, F. (2018). *Spelers op de woningmarkt*. Platform 31, juni 2018
- Boelman, A., Vriends, R. & van Eldonck, A., (2018). *Revolverend Fonds Stedelijke Transformatie - Katalysator en versneller voor projecten van overmorgen*. Fakton, 14 juni 2018.
- Corel, A. & van Os, P. (2020) *Toekomstvisie Noodzakelijk*. Ruimte + Wonen 4, 2020.
- CPB (2021). <https://www.cpb.nl/centraal-economisch-plan-cep-2021>. Geraadpleegd op 22 april 2021
- Dopper, B. (2020). *Mismatch middenhuur - vijf knelpunten en tips voor gemeenten*. Ruimte + Wonen, januari 2020
- Ginkel, J. van & Holt, D (2012). *Revolverend fonds geeft project weer mogelijkheden*. Vastgoedmarkt Thema Fondsen mei 2012.
- Groot, S. (2020). *Position Paper Woningtekort starters en middeninkomens*. CPB Centraal Plan Bureau, november 2020
- Handreiking Duurzame ruimtelijke ontwikkeling (2021). *Revolving funds*, geraadpleegd op 18 april 2021 van <http://www.handreikingdro.nl/instrumenten/Financieel-gereedschap/revolving-funds/> .
- Heijn, M. (2017). *Kansrijke financieringsinstrumenten als katalysator voor binnenstedelijke gebiedsontwikkeling - een zoektocht naar geschikte financieringsinstrumenten in tijden van uitnodigingsplanologie*. ASRE scriptie MRE, november 2017.
- Heurkens, E., Hobma, F., Verheul, W.J. & Daamen, T. (2020). *Financiering van gebiedstransformatie - Strategieën voor het toepassen van verschillende financieringsvormen bij binnenstedelijke gebiedsontwikkeling*. Programma Stedelijke Transformatie/Platform 31, juni 2020.
- Hof, B., Rougoor, W. & Belt, T. (2019). *Prijsregulering in de vrije sector - Kansen en risico's van de 'noodknop middenhuur'*. SEO Economisch Onderzoek, juni 2019.
- Hoek, T. van, Koning, M., Bruinsma, H. & Uunk, V. (2020). *Betaalbaarheid op de woningmarkt - maatregelen om betaalbaarheidsrisico's voor lage en middeninkomens te beperken*. EIB, oktober 2020.

- Hudson-Wilson, S., Gordon, J., Fabozzi, F., Anson, M. & Giliberto, S. (2005). *Why Real Estate? And how? Where? and When?*. Special Issue, 2005
- IVBN (2018). *Middenhuur en institutionele beleggers*. IVBN Vereniging van professionele Beleggers in Vastgoed Nederland, januari 2018.
- IVBN (2019). *Mogelijke maatwerkafspraken voor méér nieuwbouw*. IVBN Vereniging van professionele Beleggers in Vastgoed Nederland, oktober 2019.
- Janssen, S (2017). *Doorstroming huurmarkt onder druk - inkomensafhankelijke huurverhogingen hebben weinig effect*. ING Economisch Bureau, augustus 2017.
- Lennartz, C., Schilder, F. & van der Staak, M. (2019). *Particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt - Activiteiten, investeringsmotieven en beleggingsstrategieën*. PBL Planbureau voor de Leefomgeving, Den Haag 2019.
- Marquard, A. (2017). *Basissyllabus module I - Inleiding Beleggingsanalyse*. ASRE Amsterdam, 2017
- Munter, T. (2014). *Revolverende fondsen bij herstructurering bedrijventerreinen - Een financiële kijk op herstructureringsmaatschappijen*. ASRE scriptie MSRE, 29 augustus 2014.
- Oldenhof, A. (2016). *Revolverende fondsen - Een onderzoek naar de eisen die gesteld kunnen worden aan revolverende fondsen*. Radboud University Masterthesis Master Bestuurskunde, 14 september 2016
- Rijksoverheid (2021). <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurwoning-zoeken/vraag-en-antwoord/wanneer-kom-ik-in-aanmerking-voor-een-sociale-huurwoning?> Geraadpleegd op 22 april 2021
- Schilder, F. & Conijn, J. (2015). *Middeninkomens en het middensegment - De ontbrekende schakel op de woningmarkt*. ASRE Research Papers, augustus 2015.
- Schilder, F. (2020) *Position Paper - (On)betaalbaar wonen voor middeninkomens*. Rondetafelbijeenkomst Tweede Kamer. PBL Planbureau voor de Leefomgeving - 29 januari 2020.
- Schilder, F., Daalhuizen, F., Groot, J., Lennartz, C. & van der Staak, M. (2020). *Wonen en gevoelens van onbehagen? Een verkenning naar de relatie tussen onzekerheid, controle en het Nederlandse woonbeleid*. PBL Planbureau voor de Leefomgeving, Den Haag 2020.
- Schilder, F., Lennartz, C., van der Staak, M. & Conijn, J. (2021). *Particuliere verhuur vormt problematische oplossing voor structureel probleem*. ESB, 23 januari 2021.
- Schimmel, E. (2016). *Een eigen woningfonds lust of last?*. ASRE Scriptie MSRE, februari 2016.
- Stauttner, T. (2021). *Bouwen alleen is niet genoeg - 10 maatregelen om beter in betaalbaar wonen te voorzien*. Stadkwadraat, seminar Haalbaar Betaalbaar - Houdbaar Betaalbaar, maart 2021
- Theseira, M., Scanlon, K. & Whitehead, C. (2020). *Promoting Housing affordability-Best practices to deliver intermediate housing at scale*. ULI, februari 2020.

## Bijlagen

## Vragenlijst interview Woningfonds Timpaan

### Kenmerken Woningfonds:

1. Wat is uw rol/betrokkenheid binnen de organisatie met betrekking tot het eigen (woning)fonds of die van derden?
2. Voor wie/wat is de portefeuille opgezet?
3. Welke aanleiding voor de oprichting?
4. Wat is het doel van de portefeuille?
5. Wat is de (gemiddelde) horizon van de beleggingen?
6. Hoe/waarop wordt het risico beoordeeld? Wat is de risico-acceptatie? En waar uit zich dat in?
7. Wat is de beleggingskarakteristiek? Schaal 1 op 5
  - a. 1. Zeer defensief / 2. defensief / 3. neutraal / 4. Offensief / 5. zeer offensief
8. Welke vormen en welke mate van diversificatie binnen fonds?
9. Werkt fonds zelf ook als diversificatie binnen de onderneming?
10. Welke invloed heeft de dekkingsgraad op uw investering (ALM)?
11. Hoeveel liquiditeit is beschikbaar voor investeringen? Over welke periode?
12. Hoe wordt aankoopwaarde bepaald?
13. Hoe beoordeelt u rendement?
14. Wat is het rendement van het fonds?
15. Wat is de huidige omvang van de woningportefeuille?
16. Welk volume is nodig om het doel te bereiken?
17. Doet u aan benchmark van uw portefeuille? Zo ja, hoe en waarmee vergelijkt?
18. Wordt het fonds ingezet als acquisitiemiddel bij gemeenten/ partijen? Hoe?
19. Welke acquisitievoordelen heeft uw woningfonds?
20. Heeft uw woningfonds een revolverend karakter? Waaruit blijkt dit?

### Financiering

21. Hoe wordt het fonds gefinancierd?
22. Blijven de huurinkomsten en inkomsten uit uitponding in fonds of heeft dat een andere bestemming? Waarom?
23. Is er een voordeel/voorrang voor aantrekken vermogen van pensioenfonds als dit voor huisvesting van zelfde doelgroep is waar pensioenfonds voor is opgericht? Kun je met relatie doelgroep huurders een investeringscommissie van de financier tevreden stellen?
24. Welke mate van diversificatie in financiering?

### Invulling woningfonds:

25. Hoe komt het fonds aan vastgoed?
26. Is er een voorkeur voor nieuwbouw of bestaande verhuurde complexen? Waarom?
27. Welke verhouding direct - indirect vastgoed?
28. Welke verhouding publiek - privaat vastgoed?
29. Welke taken doet u zelf en welke taken zijn uitbesteed?
30. Overweging om zelf te ontwikkelen of waarom zelf ontwikkelen?
31. Welke verhouding woningen uit eigen ontwikkeling of gekocht van de markt?
32. Welke contractvorm?
33. Welke beoordelingscriteria gelden voor project om op te nemen in fonds?
34. Welke top 5 prioritering heeft u in keuze belegging in volgorde van belangrijkheid?
35. In welke regio's of gebieden wordt belegd? Welke niet?
36. Worden er nog andere geografische eisen of spreiding gehanteerd?



### Indien uit eigen ontwikkeling:

37. Is er beleid voor % of aantal woningen per project of wordt dit project specifiek beoordeeld en op welke beoordelingsgronden?
38. Welke voor- en nadelen heeft dit naar uw inzicht voor de ontwikkeling? En voor fonds?
39. Worden er andere keuzen gemaakt in ontwikkeltraject als bekend is dat de woning naar eigen fonds gaat? Zo ja, waar blijkt dat uit?
40. Is er meer oog voor uitstraling en gebruik gebouw?
41. Welke top 5 van beoordelingscriteria nu?
42. Welke voorkeur: lagere opbrengst voor ontwikkeling en daarmee lagere aankoopwaarde voor fonds en dus uiteindelijk hogere delta uitponding? of:
43. Hogere opbrengstontwikkeling en daarmee hogere aankoop fonds en daarmee uiteindelijk lagere delta uitponding? En waarom?

### **Doelgroepen en woningeisen:**

44. Welke doelgroep huurders is beoogd en waarom?
45. Hoe zou u het middensegment willen definiëren? (inschalen)
  - a. Op basis van inkomen
  - b. Oppervlakte woning
  - c. Marktwaaarde woning
  - d. Huurprijs
46. Welke criteria staan er in uw doelgroepenbeleid?
47. Hoe worden woningen aan juiste doelgroep toegewezen?
48. Welke toewijzingscriteria worden er gehanteerd?
49. Zijn er voorrangscriteria?
50. Welke onderdelen worden behandeld in uw eigen Programma van Eisen?
51. Welke eisen zijn er aan oppervlakte Bruto vloeroppervlakte en/of Gebruiksoppervlakte voor
  - a. Sociaal . m<sup>2</sup> - .. m<sup>2</sup>
  - b. Midden .. m<sup>2</sup> - .. m<sup>2</sup>
  - c. Vrije sector .. m<sup>2</sup> - .. m<sup>2</sup>
52. Zijn er (afwijkende) eisen qua afwerkingsniveau?
53. Hoe worden huurprijzen bepaald?
54. Is er beleid omtrent betaalbaarheid van de doelgroep of wordt de marktprijsuur gevraagd?
55. Hoe worden huurprijzen geïndexeerd?

### **Fiscaliteiten en Governance**

56. Wat is de juridische entiteit van het fonds en waarom?
57. Is deze entiteit binnen of buiten fiscale eenheid en waarom?
58. Zijn er voor- en nadelen?
59. Hoe is de Governance geregeld? Welke verantwoordings- en toezichtrelaties zijn er bij u?
60. Wat is er geregeld/ beschreven met betrekking tot investeringsmandaat?
61. Zijn er nog andere rendementen beoogd als doelstelling buiten financieel rendement?
62. Welke rol speelt ESG in uw beleid (Environmental Social Governance) op gebied van:
63. Spelen impactbeleggingen (Bewuste belegging om bepaalde verandering te bereiken (meetbaar) en zou onder normale omstandigheid niet zijn gedaan) een rol in uw beleid? Zo
64. Maakt uw bedrijf gebruik van de Sustainable Development Goals (SDG) van VN? Zo ja, hoe?
65. Is er overheidsbeleid/ wetgeving die het fonds belemmeren?
66. Is er overheidsbeleid/ wetgeving die het fonds stimuleren?
  
67. Heeft u aanvullingen of zijn er onderdelen die we niet behandeld hebben maar wel voor uw fonds van belang zijn?

**Advies aan Timpaan:**

Welk advies zou u Timpaan willen geven op gebied van:

68. Kenmerken fonds zoals diversificatie, risicobeoordeling, benchmark en revolverendheid
69. Welke advies over financiering/ vreemd vermogen?
70. Invulling woningfonds en beoordelingscriteria?
71. Doelgroepen
72. Huurprijsbepaling
73. Geografische spreiding
74. Type woningen ook sociale en vrijesectorwoningen toevoegen vanwege diversificatie of alleen middelduur en is geografische spreiding voldoende?
75. Inrichting fonds zoals entiteit
76. Governance: Toezicht en investeringsmandaat

Bedankt voor uw openhartigheid!

En wie adviseert u eventueel om ook te spreken voor een verdere analyse?

## Bijlage 2 Relevante tekst Statuten Timpaan

- 2.1 De naam van de stichting is: \_\_\_\_\_  
**Stichting Timpaan.** \_\_\_\_\_
- 2.2 De stichting is gevestigd in de gemeente Haarlemmermeer. \_\_\_\_\_
- 3 Doel** \_\_\_\_\_
- 3.1 De stichting heeft ten doel: \_\_\_\_\_
- (a) het ontwikkelen van beleid met betrekking tot onderwerpen die zich \_\_\_\_\_ bevinden op het raakvlak tussen enerzijds commerciële en anderzijds \_\_\_\_\_ maatschappelijke vastgoed- en gebiedsontwikkeling; \_\_\_\_\_
- (b) het inspireren en beïnvloeden van (andere) partijen om te komen tot \_\_\_\_\_ vernieuwende en innovatieve vastgoedoplossingen en - initiatieven; \_\_\_\_\_
- (c) het (doen) uitvoeren van het vorenstaande door werkzaam te zijn op het - gebied van de vastgoed- en gebiedsontwikkeling voor commerciële en \_\_\_\_\_ maatschappelijke vastgoedprojecten en - vastgoed-expertise projecten; \_\_\_\_\_
- (d) het beheren van de aandelen in het kapitaal Timpaan Hoofddorp B.V., \_\_\_\_\_ en al hetgeen met vorenstaande verband houdt of daartoe bevorderlijk kan zijn, alles in de ruimste zin van het woord. \_\_\_\_\_
- 3.2 Het uitgangspunt is dat de stichting het beleid van de Timpaan groep (als \_\_\_\_\_ bedoeld in artikel 2:24b van het Burgerlijk Wetboek) bepaalt en het ertoe zal \_\_\_\_\_ leiden dat het geformuleerde beleid exclusief zal worden uitgevoerd door \_\_\_\_\_ Timpaan Hoofddorp B.V. en haar dochtervennootschappen, ter realisering van - het hiervoor onder 3 genoemde doel. \_\_\_\_\_
- 4 Vermogen** \_\_\_\_\_
- Het vermogen van de stichting wordt gevormd door: \_\_\_\_\_
- subsidies en donaties; \_\_\_\_\_
  - schenkingen, erfstellingen en legaten; \_\_\_\_\_
  - alle andere verkrijgingen en baten, vergoedingen voor diensten door de - stichting aan instellingen verleend, daaronder begrepen; \_\_\_\_\_
  
  - het financiële resultaat van activiteiten die met steun van de Stichting zijn uitgevoerd door - dan wel vanwege - Timpaan Hoofddorp B.V. en aan \_\_\_\_\_ haar gelieerde ondernemingen dat na projectafroning wordt verwerkt in - het vermogen van de stichting. \_\_\_\_\_