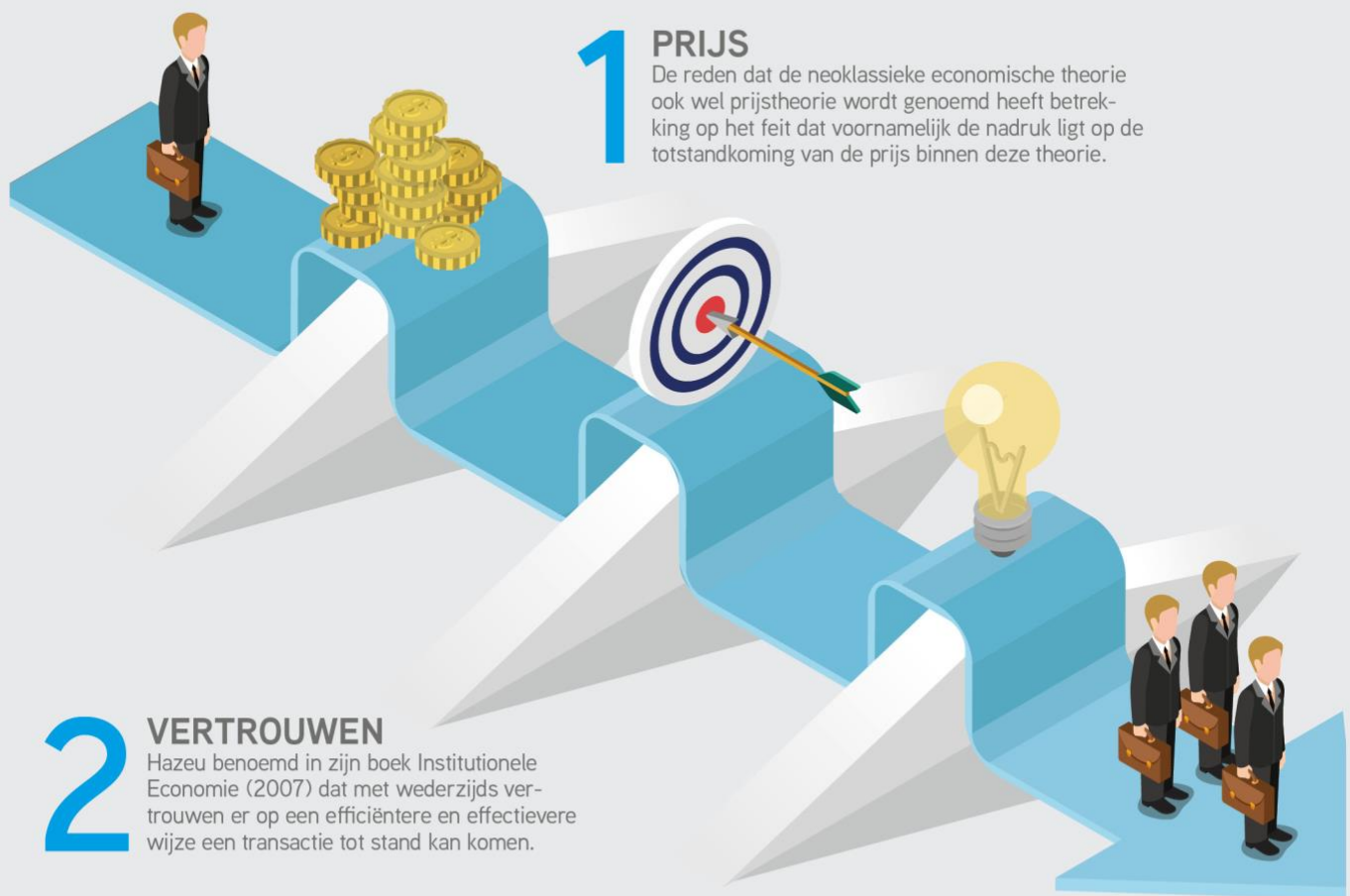


“Wat zijn de belemmeringen voor institutionele beleggers en woningcorporaties om tot een niet-DAEB vastgoedfonds te komen?”



1 PRIJS

De reden dat de neoklassieke economische theorie ook wel prijstheorie wordt genoemd heeft betrekking op het feit dat voornamelijk de nadruk ligt op de totstandkoming van de prijs binnen deze theorie.

2 VERTROUWEN

Hazeu benoemd in zijn boek Institutionele Economie (2007) dat met wederzijds vertrouwen er op een efficiëntere en effectievere wijze een transactie tot stand kan komen.

3 REGELGEVING

Naast de hiervoor besproken mechanismen prijs en vertrouwen, is regels ook onderdeel van de marktwerking. Regelgeving kan in meer of mindere mate invloed uitoefenen op het economisch proces.

Voorwoord

Dit rapport is tot stand gekomen naar aanleiding van mijn onderzoek voor de Master of Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate in Amsterdam.

Allereerst wil ik mijn begeleider vanuit de ASRE, Wim van der Post, bedanken voor zijn enorme betrokkenheid tijdens mijn onderzoek. Door zijn inbreng ben ik gestimuleerd om onder andere economische stromingen beter te doorgronden en de vraagstukken ten tijde van het onderzoek academischer te gaan benaderen. Mede dankzij Wim heb ik de onderzoeksvraag kunnen aanscherpen en heb ik gekozen voor de onderzoeksmethoden zoals ik ze heb gehanteerd.

Naast mijn begeleiders vanuit de ASRE, Wim Post en Arthur Marquard, wil ik graag mijn dank uitspreken aan alle personen die dit onderzoek mogelijk hebben gemaakt. Speciale dank gaat uit naar de experts waar de interviews mee tot stand zijn gekomen en waar diverse dialoogsessies mee gevoerd zijn.

Uiteindelijk wens ik dat woningcorporaties, institutionele beleggers en gemeenten dit onderzoeksrapport lezen en zich de aanbevelingen aantrekken om uiteindelijk tot een efficiëntere woningmarkt te komen.

Arnold Doornewaard
November 2017

Managementsamenvatting

De Nederlandse huurwoningmarkt staat aan de vooravond van een disruptie. Woningcorporaties hebben niet de middelen en slagkracht om aan de almaar groeiende sociale woningvraag te voldoen. Daarnaast kunnen institutionele beleggers nog geen 40% van wat zij wensen te investeren in huurwoningen daadwerkelijk ook beleggen in Nederlandse woningen. Het middensegmenthuur is een gapend gat geworden waar zich weinig partijen voor verantwoordelijk hebben gevoeld ten tijde van de afgelopen crisis en er echt in geïnvesteerd hebben.

Daarnaast zijn formele instituties onder andere de oorzaak dat diverse actoren op de rem trappen. De in 2013 ingevoerde verhuurderheffing en de beperkte financierbaarheid van niet-DAEB activiteiten voor woningcorporaties heeft er toe geleid dat er minder is geïnvesteerd in DAEB gerelateerd vastgoed, met als gevolg dat de wachtlijsten om in aanmerking te komen voor de sociale woning alleen maar langer worden.

Een mogelijke oplossing om huursegmenten beter op elkaar te laten aansluiten is een niet-DAEB woningfonds. In deze structuur brengt de woningcorporatie het vastgoed in en de institutionele belegger dan wel de commerciële vastgoedvermogensbeheerder verzorgt het management (fonds- en vastgoedmanagement). Een corporatie hoeft hierbij geen vastgoed te verkopen, maar kan via deze fondsstructuur wellicht wel meer rendement realiseren. Dit financiële voordeel kan vervolgens gebruikt worden door de woningcorporatie om te investeren in haar DAEB-activiteiten, te weten huurwoningen tot een hoogte van € 710 per maand.

Voor de efficiëntieanalyse van deze mogelijke transacties (lees; samenwerking) is de neo klassieke institutionele economie (NIE) als theoretisch kader gebruikt. Hierbij wordt onderzoek gedaan naar de begrippen cultuur (informele) instituties, regelgeving (formele instituties) en prijs (dag-tot-dag optimaleringen).

Middels een empirisch onderzoek is inzichtelijk gemaakt wat de belemmeringen zijn voor een succesvolle samenwerking tussen institutionele beleggers en een woningcorporatie. Dit om uiteindelijk de hoofdvraag te kunnen beantwoorden; "Wat zijn de belemmeringen voor institutionele beleggers en woningcorporaties om tot een niet-DAEB vastgoedfonds te komen?". De data is verkregen door input van experts, te weten; woningcorporaties, institutionele beleggers, beleidsmakers en toezichthouders van de woningcorporaties.

De resultaten uit het empirisch onderzoek, bestaande uit interviews alsmede de expertmeetings, hebben inzichtelijk gemaakt dat transacties en samenwerking vaak niet tot stand komen. Het bestaande wantrouwen tussen institutionele beleggers en woningcorporaties heeft geresulteerd in een situatie waarin partijen elkaar niet goed weten te vinden. Dit heeft niet alleen betrekking op het sluiten van vastgoedtransacties, maar ook in het delen van kennis en het gezamenlijk optrekken in nieuwbouwontwikkelingen en gebiedsvernieuwingen. Waar partijen elkaar kunnen versterken toont het empirisch onderzoek aan dat er soms concurrentie ontstaat en samenwerking ver te zoeken is. De voornaamste oorzaken hiervan zijn:

- onbekendheid van corporaties en beleggers met elkanders cultuur. Hierdoor ontstaan verkeerde aannames en vooroordelen;
- onvoldoende kennis van elkanders doelen, zowel financieel als maatschappelijk;
- gemeenten hebben niet voldoende kennis over de commerciële beleggers markt en reageren regelmatig te laat op marktomstandigheden;
- geen consistent woningbeleid op nationaal en lokaal overheidsniveau;
- het managen van DAEB-vastgoed vraagt een totaal andere strategie dan het managen van niet-DAEB-vastgoed.

aanpassingen die noodzakelijk zijn om de belemmeringen tussen beleggers en corporaties weg te nemen:

- meer vertrouwen tussen partijen waardoor transacties soepeler tot stand komen en er flexibiliteit ontstaat om de juiste beslissingen te nemen in het geval er zich onverwachte zaken voor doen;
- consistent en helder overheidsbeleid;
- een optimaler functionerende markt die dichter de formele – neoklassieke- marktprijs benaderd.

Het overzicht met de hieruit vloeiende aanbevelingen is in hoofdstuk 5, paragraaf 2 opgenomen.

Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Managementsamenvatting	3
1. INLEIDING	
1.1 Achtergrond en aanleiding onderzoek	7
1.2 Probleemstelling van het onderzoek	8
1.3 Onderzoeksdoelstelling	8
1.4 Onderzoeksvragen	9
1.5 Onderzoeksaanpak	9
1.5.1 Theorie	9
1.5.2 Praktijk	10
1.5.3 Analyse	11
1.6 Relevantie	11
1.7 Afbakening	12
1.8 Leeswijzer	12
2. Theoretisch kader	13
2.1 Economische theorie: paradigma	13
2.2 Institutionele economische theorie	15
2.2.1 Vertrouwen	16
2.2.3 Regelgeving	16
2.2.4 Prijs	18
2.3 Conclusie	19
3. De context van de transactie: de woningmarkt in beeld	20
3.1 Woningcorporatie	20
3.1.1 Institutionele vorming van corporaties	20
3.1.3 Investeringsbeleid	22
3.1.4 Recente ontwikkelingen uit institutionele aanpassingen	23
3.2 Institutionele investeerder	25
3.2.1 Geschiedenis	26
3.2.2 Regelgeving	26
3.2.3 Investeringsbeleid	27
3.2.4 Recente ontwikkelingen	27

Inhoudsopgave

3.3	Overige actoren woningmarkt en hun institutionele beïnvloeding van het vraagstuk	28
3.4	Nederlandse woningmarkt	29
3.4.1	Verhouding koop versus huur	29
3.4.2	Demografische ontwikkelingen	30
3.4.3	Economische ontwikkelingen	30
3.4.4	Politieke ontwikkelingen	31
3.4.5	Financierbaarheid woning	31
3.4.6	Tekort aan huurwoningen	32
3.5	Niet-DAEB woningfondsen als oplossing	33
4.	Empirisch onderzoek	35
4.1.	Uitvoering	36
4.2	Belemmeringen	38
4.1.3	Conclusie	41
4.3	Analyse	41
4.4	Theorie versus de praktijk	42
5.	Conclusies en aanbevelingen	44
5.1	Conclusies	44
5.2	Aanbevelingen	45
5.3	Reflectie	46
	Bibliografie	47

Bijlagen

Bijlage I: Gespreksverslagen interviews 49

Bijlage II: Profiel van de geïnterviewden 53

1. INLEIDING

1.1 Achtergrond en aanleiding onderzoek

De vernieuwde Woningwet, die op 1 juli 2015 in werking is getreden, verplichte woningcorporaties 1 januari 2017 een splitsingsvoorstel in te dienen voor hun niet-sociale huisvestingsactiviteiten bij de Autoriteit Woningcorporaties (Aw). De reden voor het afsplitsen van deze diensten was dat corporaties zich weer moeten gaan richten op haar kerntaak: het bouwen, beheren en verhuren van sociale huurwoningen (< €710,68 huur per maand) aan personen met een laag inkomen binnen haar woningmarktgebied. Deze diensten en enkele aanvullende activiteiten worden in de Woningwet als zogenaamde Diensten van algemeen economisch belang (DAEB) geduid. Alle overige activiteiten (>€710,68 huur per maand) worden niet-DAEB activiteiten genoemd. Deze niet-DAEB activiteiten zijn onder andere niet meer te financieren met het Waarborg Sociale Woningbouw (WSW). Deze staatssteun komt te vervallen om de concurrentie met commerciële investeerders niet te beïnvloeden (WSW, 2017).

Beide diensten moeten juridisch of administratief van elkaar gescheiden worden (Rijksoverheid, 2017). Bij een administratieve splitsing is alleen de boekhouding van beide activiteiten gescheiden. De werkzaamheden voor zowel het DAEB bezit als het niet-DAEB bezit worden beide nog door de corporatie zelf uitgevoerd. Bij de juridische splitsing zal de corporatie een separate vennootschap oprichten die zich alleen bezig zal houden met de niet-DAEB activiteiten, zoals geliberaliseerde wooneenheden en commercieel vastgoed.

Naast een aanpassing van de administratieve inrichting van de corporatie, vergt deze scheiding met name een cultuuromslag. Binnen elke discipline van de organisatie dient de medewerker zich bewust te zijn of het een sociale of commerciële activiteit betreft (CorporatieNL, 2017). De niet-DAEB activiteiten vragen voor wat betreft het waarderen, financieren en managen vanaf nu expliciet om een andere cultuur. Wetende dat cultuurveranderingen uitermate complex zijn (Williamson, 2000), is dit voor diverse woningcorporaties en institutionele beleggers aanleiding geweest om een samenwerking nader te onderzoeken. De institutionele investeerders hebben ruime ervaring in het managen van niet-DAEB vastgoed en hebben daarnaast een sterke investeringsbehoefte (Amvest, 2016). Daarmee lijkt er synergie haalbaar tussen beide partijen middels bijvoorbeeld de vorming van niet-DAEB fondsen. Alvorens in te gaan op deze specifieke oplossing wordt in de volgende paragraaf eerst een belangrijk indirect gevolg van de splitsing uiteengezet.

1.2 Probleemstelling van het onderzoek

Anno 2017 is het duidelijk geworden dat het verdienmodel van een woningcorporatie ernstig onder druk staat en dat zij vaak onderwerp van gesprek is. Naast het financiële rendement laat het sociale rendement sterk te wensen over. Dit heeft dan betrekking op de beperkte nieuwbouw die corporaties nog ontwikkelen om de mensen met een laag inkomen van een betaalbare woning te kunnen voorzien (Aedes). Dit resulteert in wachtlijsten die in sommige grote steden in de Randstad is opgelopen naar soms wel 10 tot 15 jaar. De voornaamste achterligger is het beperkte nieuwbouwaanbod dat corporaties op de markt brengen in combinatie met het alsmat uitputten van de bestaande woningvoorraad. Hierdoor neemt het totale bezit van de corporaties af en zal de wachtlijst logischerwijs langer worden voor niet-geliberaliseerde wooneenheden.

Om de investeringen te kunnen uitvoeren die nodig zijn om aan de maatschappelijke doelen te kunnen realiseren is een samenwerking met institutionele beleggers een mogelijke oplossing. Deze commerciële investeerders, zijnde onder andere pensioenfondsen en verzekeraars, hebben net als een corporatie een lange termijn doelstelling binnen de vastgoedmarkt. Het grootste verschil is dat institutionele beleggers een stabiel en goed financieel rendement centraal stellen en bij een corporatie staat vaak het sociale rendement centraal. Op basis hiervan is een organisatie ingericht met ieder zijn eigen specialisatie. Het vormen van een niet-DAEB vastgoedfonds kan derhalve interessant zijn om de padafhankelijkheid bij institutionele beleggers en voornamelijk corporaties te doorbreken. Er zijn namelijk nog diverse belemmeringen waarneembaar in de praktijk.

De laatste 5 jaar zijn er diverse samenwerkingsinitiatieven opgestart door onder andere Laurentius, Mitros, Amvest, Bouwinvest en Vesteda. In deze gevallen leken er goede afspraken tot stand gekomen te zijn en waren de verwachtingen hoog. Helaas heeft dit niet geleid tot duurzame samenwerkingsvormen en is het vooralsnog geen succesvol product geweest voor de markt.

1.3 Onderzoeksdoelstelling

De hierboven genoemde ontwikkelingen zijn aanleiding geweest om te onderzoeken waarom samenwerkingsverbanden tussen woningcorporaties en institutionele beleggers nog weinig succesvol zijn geweest. Ter afbakening is het onderzoek in deze beperkt tot samenwerking tussen actoren bij exploitatie en uitputten van Nederlandse niet-DAEB wooneenheden.

1.4 Onderzoeksvragen

Op de hierboven genoemde onderzoekonderwerp is de volgende centrale vraag van toepassing:

“Wat zijn de belemmeringen voor institutionele beleggers en woningcorporaties om tot een niet-DAEB vastgoedfonds te komen?”

Om tot een antwoord te komen op deze centrale vraag worden de volgende deelvragen beantwoord:

1. Wat kunnen institutionele investeerders en woningcorporaties voor elkaar betekenen bij het managen van woningportefeuilles?
2. In hoeverre is er reeds wederzijds voldoende aanleiding en vertrouwen om de samenwerking te inventariseren?
3. Waarin verschillen desbetreffende investeerders van elkaar?
4. Welke doelen worden door partijen nagestreefd?
5. Wat zijn de reeds bestaande initiatieven en samenwerkingsvormen aansluitend op deze gestelde doelen?
6. Welke verandering is er vereist om tot een succesvol niet-DAEB fonds te komen?

1.5 Onderzoeksaanpak

De opbouw van het onderzoek is volgens de Theorie, Praktijk en Analyse (TPA) methodiek (Van Hoek-Gerritsen, 2016). Door middel van een literatuurstudie zal eerst het theoretische kader worden opgemaakt. Naar aanleiding hiervan zullen op een vijftal reeds geselecteerde casussen kwalitatief onderzoek worden uitgevoerd. Dit zal onder andere plaatsvinden door interviews met deskundigen. Als deskundigen zijn aangemerkt experts werkzaam bij select gekozen woningcorporaties, institutionele beleggers, beleidsmedewerkers overheden en toezichthouders van de woningcorporaties. Het onderzoek kwalificeert zich als een empirisch kwalitatief onderzoek met een explorerend karakter. Het is een empirisch onderzoek, omdat door waarnemingen wordt vastgesteld wat zich in de werkelijkheid, de empirie, afspeelt (Baarda, 2009). Daarnaast is kwantitatief onderzoek niet voor de hand liggend aangezien de actoren in deze markt aan het begin staan van desbetreffende ontwikkeling en er daardoor feitelijk geen goede kwantitatieve data beschikbaar is. Het vraagstuk leent zich daarnaast voor een meer kwalitatieve benadering aangezien het gaat om een zoektocht naar afwegingen van besluitvormers.

1.5.1 Theorie

De constatering uit de aanleiding tonen aan dat er vanuit theoretisch perspectief feitelijk geen transactie tot stand komt tussen de woningcorporatie en institutionele belegger. Daarmee wordt het analyiseniveau van dit onderzoek ook op het niveau van de transactie en de daarbij – potentieel - betrokken actoren gelegd. Hiertoe wordt aansluiting gezocht bij de Neo Institutionele Economie (NIE). Deze economische stroming wordt om een aantal redenen verkozen boven de standaard neo klassieke theorie van Smith die aan de basis van de

economische leer ligt. Allereerst gaat het in dit vraagstuk om een sterk geïnstitutionaliseerd probleem. De regelgeving van de overheid en de cultuur van de organisaties lijken sterke invloed te hebben op de uitkomsten. Deze instituties vormen de kaders waar binnen het gedrag van actoren wordt beperkt en bepaald (Flichtstein, 2001). De neo klassieke leer kent deze kaderstellende instituties niet. Daarnaast biedt de NIE een relevante specificatie en gelaagdheid van analyse-elementen o.a. door Williamson (2000) uiteengezet. In figuur 1.1 is weergegeven dat deze instituties ook letterlijk 'boven' de neo klassieke theorie gaat. Deze elementen zijn reeds in beperkte mate toegepast op vastgoedstudies (o.a. Van der Post, 2005; Hekkenberg & Van der Post, 2011). Williamson benoemt deze analyseniveaus vanuit het perspectief van de 'veranderbaarheid'. Naast dit gegeven vormt het voor onderhavig onderzoek een relevant kader om verschillende instituties en de wederkerige beïnvloedbaarheid te duiden (Van der Post, 2005) waarbinnen gedrag van bij het vraagstuk betrokken actoren plaats heeft.

Levels of theory	Level of analysis	Purpose
1. NIE: Social theory	Embeddedness, informal institutions, mental maps, beliefs, norms	Often non-calculative, spontaneous
2. NIE: Law and politics	Institutional environment, rules of the game, governing institutions	Getting institutional environment right
3. NIE: Transaction cost economics	Governance structures, contracts, regulations	Getting governance structures right
4. Neo-classical economics	Resource allocation, prices, employment, incentives	Getting marginal conditions right

Figuur 1.1: Vierlagenschema van Williamson (2000), eigen bewerking

Vanuit de hierboven genoemde vier analyseniveaus worden in dit onderzoek de begrippen cultuur (informele instituties), regels (ofwel formele instituties) en prijs geselecteerd als onafhankelijke variabelen die invloed hebben. Contracten zijn vooralsnog een niet-analyseerbaar element daar er nog geen transactie en bijbehorend contract bestaat. Mochten er relevante contractuele zaken aan de orde komen worden deze onder het niveau van de regels geschaard. Dit onderzoek past in lijn van onderzoek van Yuen waarbij ook de (institutionele) relatie tussen een belegger en in dat geval de overheid bij potentiële vastgoedtransacties is onderzocht.

1.5.2 Praktijk

Voor het empirische onderzoek wordt onderzoek gedaan naar de beschikbare casussen. Deze zijn relatief beperkt in omvang. Er zijn vier casussen beschikbaar welke allen aan bod zullen komen in dit onderzoek. Daarmee kan een uitspraak worden gedaan over weliswaar de volledige populatie, welke echter wel als relatief

klein moet worden beschouwd. Er is dus ook geen noodzakelijkheid van een verdere verantwoording van de casuïstiek waar het de selectie of representativiteit betreft.

Als deskundigen zijn aangemerkt relevante experts bij de volgende organisaties:

1. Woningcorporaties: Alliantie, Mitros en Woonforte;
2. Institutionele beleggers: Vesteda, Amvest en Bouwinvest;
3. Beleidsmedewerkers: Nationale en lokale overheid;
4. Externe toezichthouders van de woningcorporaties: Vereniging van toezichthouders in woningcorporaties, Ministerie van Binnenlandse Zaken en Aedes.

1.5.3 Analyse

De analyse zal bestaan uit het inzichtelijk maken van de afwijkingen tussen de theorie en de praktijk, waarbij als leidraad prijs, vertrouwen en regels zal worden gehanteerd. Enerzijds worden er een viertal casussen geanalyseerd en anderzijds worden er interviews gehouden onder deskundigen zoals in het vorige hoofdstuk omschreven. De waar te nemen verschillen tussen praktijk en theorie monden uit in aanpassingen die nodig zijn om de samenwerking tussen genoemde actoren in de toekomst te vergemakkelijken.

1.6 Relevantie

Uit hiervoor genoemd schrijven blijkt dat corporaties te kampen hebben met diverse uitdagingen. Dit varieert van het organisatorisch scheiden van DAEB en niet-DAEB activiteiten, tot het waarderen en financieren van de vastgoedportefeuille op marktwaarde in verhuurde staat in plaats van enkel op contante huurstream. Deze expliciete selectie zou kunnen wringen met de positionering van deze organisaties. Woningcorporaties acteren tussen marktpartijen en de overheid en gedragen zich als sociaal-maatschappelijk ondernemer. Dit heeft tot de nodige kritiek geleid vanuit beide hoeken. Vanuit de overheid is bijvoorbeeld de verhuurderheffing ingezet en marktpartijen hebben sterk aangestuurd op eerlijke concurrentie als het om niet DAEB-bezit gaat. Met als resultaat het gewijzigde waarderingsbeleid.

“Als corporaties niet snel meer huurwoningen gaan bouwen, dreigt een strafmaatregel” zei toenmalig minister Wonen Stef Blok (AD, 2016). Toezichthouder Autoriteit Woningcorporaties publiceerde cijfers waaruit bleek dat corporaties in 2015 € 5,5 miljard hadden verdiend. Ondanks deze relatief zeer goede financiële resultaten was er in 2015 nog minder geïnvesteerd dan dat jaar ervoor. *“Woningcorporaties zijn gierig. Ze zitten hun stuivers te poetsen in plaats die in te zetten”*, stelt Blok dan ook in het Algemeen Dagblad (2016). Daarmee zou Blok een punt kunnen hebben. Het gemeenschappelijk doel zou moeten zijn om te investeren in de betaalbaarheid en beschikbaarheid van zogenaamde DAEB-woningen. Indien de sector met het niet-DAEB bezit een beter rendement kan behalen dan kan dit geïnvesteerd worden in het DAEB-segment. Een samenwerkingsvorm met een institutionele belegger kan hier wellicht aan bijdragen. Dit in verband met de reeds opgebouwde kennis en ervaring van deze partijen.

De maatschappelijke relevantie van dit onderzoek is dat er bij het succesvol ontstaan van deze niet-DAEB vastgoedfondsen extra financiële middelen beschikbaar komen die door corporaties in niet-geliberaliseerde huursegment geïnvesteerd kunnen worden. Tevens kunnen beleggers hun overhead en wellicht de daardoor in

de toekomst toe te nemen financiële middelen breder inzetten. Dit draagt bij aan een positieve rendementsontwikkeling voor desbetreffende pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen. Als blijkt dat er meerwaarde is te creëren door samenwerking dan is de padafhankelijkheid deels doorbroken en kan er gewerkt worden aan een betere woningmarkt waarin vraag en aanbod beter op elkaar aansluiten. Wellicht dat het vertrouwen in de corporatie hiermee ook terugkomt want de verliezen van de afgelopen jaren betreffen uiteindelijk ook maatschappelijke middelen.

De wetenschappelijke relevantie van dit onderzoek is dat er wel onderzoek gedaan is naar de samenwerking tussen corporaties en institutionele beleggers (Van den Berg, 2015), maar dat er niet is gefocust op de barrières van de deelnemende actoren om tot een gezamenlijk niet-DAEB vastgoed fonds te komen dan wel dit te handhaven. Door wetenschappelijk onderzoek hiernaar te doen kan dit mogelijk ingezet worden om er in de praktijk voordeel mee te behalen en strategische belemmeringen weg te nemen.

1.7 Afbakening

De (huur)woningmarkt in Nederland en de daarbij horende regelgeving is complex alsmede uitermate landsspecifiek. Om die reden beperkt dit onderzoek zich tot woningvastgoed van Nederlandse corporaties en in Nederland gevestigde commerciële woninginvesteerders. Ondanks dat de corporaties een substantieel deel commercieel vastgoed in portefeuille hebben zal de focus in dit onderzoek toch op de woningvoorraad liggen. Deze keuze wordt gemaakt omdat de urgentie hoog is als het gaat om de toenemende en veranderende Nederlandse woningvraag. Er kan geconcludeerd worden dat er een onevenwichtige woningmarkt is ontstaan wat voor maatschappelijke problemen zorgt (Conijn, 2016).

1.8 Leeswijzer

Deze scriptie omvat vijf hoofdstukken. In onderhavig hoofdstuk is de aanleiding van het onderzoek omschreven alsmede de verantwoording van de uitvoering hiervan. Hoofdstuk twee zal in het teken staan van de beschrijving van het theoretische kader en de presentatie van de drie onderzoekselementen. Het derde hoofdstuk beschrijft de bestaande praktische literatuur over het onderzoeksonderwerp. In het vierde hoofdstuk vindt de analyse en confrontatie van de theorie met de praktijk plaats. In het laatste hoofdstuk komen de conclusies en aanbevelingen aan bod komen.

2. Theoretisch kader

Zoals omschreven is de Nederlandse woningmarkt complex en sterk gereguleerd. Dit heeft impact op actoren binnen deze markt, te weten onder andere woningbouwcorporaties en institutionele beleggers. In dit hoofdstuk wordt het probleem van het uitblijven van succesvolle transacties van niet-DAEB fondsen in een theoretische context geplaatst van de Neo Institutionele Economie. Aan de hand van de in deze theorie aangedragen onderzoekselementen zal de analyse plaats vinden. Het hoofdstuk sluit af met een concluderende paragraaf.

2.1 Economische theorie: paradigma

In de economische theorie bestaan meerdere paradigma naast elkaar en deze inhoudelijke spanning lijkt vooralsnog blijvend van aard (Van der Post, 2005). Ruwweg gaat het dan om de Neo Klassieke theorie die uitgaat van een optimaal marktfunctioneren en daarmee overheidsingrijpen als suboptimaal ziet om tot efficiënte marktuitskomsten te komen. Om deze resultaten te bereiken is een aantal utopische assumpties gesteld. Daarnaast onderscheiden we in dit onderzoek de Neo Institutionele Theorie die stelt dat in de praktijk weliswaar sprake is van de wens om tot efficiënte marktuitskomsten te komen, maar instituties noodzakelijk om transacties te creëren die meer efficiënt tot stand komen (Coase, 1937). Dit om instituties te creëren of laten creëren die transacties meer efficiënt tot stand laat komen. De NIE is een vervolg op de klassieke theorie en een rechtstreekse aanval op de vermeende utopische assumpties van de neo klassieke leer. Naast deze twee evenwichtsdenkens zijn er de theoretici die stellen dat de overheid nodig is om zowel de strikte assumpties van de Neo klassieken, alsmede de sociale uitwerkingen daarvan pogen aan te pakken. Gezien de wetenschappelijke ontkrachting van dit gedachtengoed – zogenaamde x inefficiency naar Leibenstein (1978) - nemen we deze stroming hier niet mee.

Om het ontstaan de van de nieuwe institutionele economie te begrijpen is het veelvoorkomend dat gerefereerd wordt aan de schotse econoom en filosoof Adam Smith. In zijn laatste werk *The Wealth of Nations* (1776) zette Smith een marktmechanisme uiteen dat zonder tussenkomst van overheden functioneerde, genaamd de klassieke economische theorie. Deze theorie neemt aan dat markten, van producten (diensten en goederen) en productiefactoren (kapitaal en arbeid), in balans komen doordat de actoren (koper en verkopers) die actief zijn in die markt hun beslissingen op elkaar hadden afgestemd. Waarbij prijs het evenwichtbrengend mechanisme is. De omvang van de vraag en het aanbod genereert namelijk een evenwichtsprijs was zijn veronderstelling. Overigens zag Smith wel in dat dit niet per se voor elke markt werkte. Er werd door hem een uitzondering gemaakt voor onderwijs en gezondheidszorg.

In hoofdlijnen is het oogmerk van de neoklassieke theorie vooral marktuitskomsten en niet de markt an sich. De manier hoe bijvoorbeeld een transactie tot stand komt wordt niet benoemd. Tevens wordt volledig voorbij gegaan aan regelgeving waaraan een markt onderhevig is (Ostrom, 1986; Hazeu, 2007).

Er kan geconcludeerd worden deze neoklassieke in theorie een goed basismodel is waarbij naast de in dit hoofdstuk genoemde imperfecties ook weinig tot geen rekening gehouden wordt met:

- pluriforme doelen en de interne werking van ondernemingen;
- instituties;
- incomplete contracten;
- transactiekosten.

Een theoretisch model is een model dat probeert met de werkelijkheid samen te vallen. Het is een utopie om te denken dat deze twee exact overeenkomen. Het doel is om een beter inzicht te verschaffen in die werkelijk of een onderdeel daarvan. Een theorie is tenslotte gebaseerd op een aantal hypotheses die in de praktijk niet altijd opgaan. De voornaamste hypotheses behorende bij het neoklassieke economische model zijn:

- Iedere koper is een holistische eenheid met één consistent arsenaal aan doelstellingen;
- Iedere verkoper is een holistische eenheid met één doelstelling: winst;
- Er wordt aangenomen dat elke producent en consument wordt bezeten door maximeringsgedrag;
- De markten zijn transparant. Alle kopers beschikken over dezelfde informatie;
- Het kosteloos sluiten van een transactie. Geen onderzoeks-, bemiddelings- en coördinatiekosten;
- Het model gaat uit van homogene producten en diensten.

Indien er volgens de neoklassieke theorie een analyse gemaakt dient te worden van de Nederlandse huurwoningmarkt dan zullen als eerste de verkopers, kopers en specifieke kenmerken van deze markt in kaart worden gebracht. Vervolgens kunnen er enkele uitspraken gedaan worden over de te verwachten marktresultaten. Hierbij wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met de stevig doorgevoerde woningregelgeving waar Nederland aan onderhevig is. Dit houdt in dat de voorspelde uitkomsten uit deze analyse hoogstwaarschijnlijk ver aflaggen van hetgeen de markt daadwerkelijk laat zien. Mede op basis van deze en de eerder in dit hoofdstuk waargenomen bevindingen moet de conclusie getrokken worden dat de neoklassieke economische theorie niet volledig geëigend is heeft om toegepast te worden op de Nederlandse huurwoningmarkt (Conijn, 2009).

2.2 Institutionele economische theorie

De institutionele economie kan het best geïnterpreteerd worden als een toevoeging op de neoklassieke economische theorie. Oliver Williamson gaf het in 1975 zelfs de benaming 'nieuwe institutionele economische theorie'. Williamson beschouwde zijn werk als complementair en gebruikte daarom het woord 'nieuw' in zijn omschrijving van deze theorie. De voornaamste toevoeging aan deze theorie is dat niets op voorhand als feit wordt aangenomen; onderneming, markt, overheid, contract, wetgeving en instituties worden niet slechts meer als gegeven geponeerd, maar toegelicht.

Bijvoorbeeld bij de institutionele economische theorie doet regelgeving er wel toe. Hiervoor zijn onder andere instituties die zorg dragen voor deze regelgeving. De reden dat de institutionele theorie hier wel rekening mee houdt is omdat regels gevolgen kunnen hebben op de marktprocessen en de resultaten die hieruit voortvloeien. Volgens deze theorie is het dan naderhand mogelijk om de invloed van deze instituties te onderzoeken.

De onderneming is in deze nieuwe theorie niet meer een eenheid, met één doel, maar een organisatorisch samenwerkingsverband tussen van meerdere partijen. Vooral bij grotere ondernemingen zijn eigendom en leiding vaak van elkaar gescheiden doormiddel van aandeelhouders versus directievoerders. Dit betreffen al twee belanghebbenden die wellicht andere belangen hebben. Daarnaast zijn er diverse overige betrokkenen, te weten: personeel, leveranciers, vakbonden en overheden. Zij zullen eenieder hun eigen belang nastreven wat niet impliceert dat dit altijd de maximale winst voor de onderneming beoogt.

Hazue (2007) en Ter Bogt (1998) geven aan dat de institutionele economische theorie een verbreding is van de mainstream economie. Het voornaamste verschil is dat de transactiekosten positief zijn. Transactiekosten omvat onder andere onderzoeks-, bemiddelings- en coördinatiekosten. De uiteindelijke totstandkoming van een transactie kent een bepaalde structuur, te weten: markt, netwerk en hiërarchie. In de markt is eenieder vrij om deel te nemen als koper of verkoper.

Wat de nieuwe institutionele economische benadering ook heeft gebracht is dat de éénactor- benadering wordt lastgelaten. Er is bijvoorbeeld geen één consument die alle consumenten vertegenwoordigt zoals in het neoklassieke model betoogt. Alle actoren binnen deze markt hebben een doelstelling of een verzameling aan doelstellingen. De door de neoklassieke theorie gehanteerde benadering wordt ook wel de holistische benadering genoemd.

Door een meer polycentrische modellering kan er meer onderscheid gemaakt worden binnen bepaalde actoren. Binnen één actor kunnen er wellicht ook tegenstrijdige belangen en doelen zijn die significant zijn. Bij wijze van spreken wordt het 'binnenwerk' van de actor bloot gelegd.

De institutionele economie bestaat uit een reeks economische organisatie-theorieën. De drie theorieën met de meeste impact zijn: (1) theory of property rights, (2) transaction cost theory en (3) agency theory. Het zijn leerstukken die elkaar aanvullen (Hendrikse en Schreuder, 1987).

Deze theorieën worden ook wel als volgt omschreven:

Theory of property rights	= marktstructuur	= prijsmechanisme;
Transaction cost theory	= netwerkstructuur	= mechanisme van vertrouwen;
Agency theory	= hiërarchische structuur	= mechanisme van regels.

Deze mechanismen vormen samen de kern van de nieuwe institutionele economie. Deze aspecten worden hieronder nader omschreven en zullen als rode draad in mijn onderzoek dienen.

2.2.1 Vertrouwen

Hazeu benoemd in zijn boek *Institutionele Economie* (2007) dat met wederzijds vertrouwen er op een efficiëntere en effectievere wijze een transactie tot stand kan komen. Vertrouwen geldt als kernvariabele omdat het a) leidt tot verwachte of ingecalculerde zekerheid over de beschikbare informatie alsmede en danwel b) tot de inschatting dat als er een situatie ontstaat die niet is ingecalculerd de betrokken actoren in onderling overleg tot een zo optimaal mogelijke uitslag komen (Van der Post, 2005). In theoretische zin hangt dit aan de game theory, een stroming binnen de NIE. De mate van vertrouwen is negatief gecorreleerd met de transactiekosten. Als voorbeeld hiervan geldt het contract van 1 A4 maximaal in plaats van de vuistdikke varianten die alles pretenderen te omvatten. Als er veel vertrouwen is in elkaar kunnen onverwachte situaties – of informatie feitelijk – op dat moment maximaal efficiënt worden opgelost. Dit biedt tegelijkertijd kansen om flexibel om te gaan met mogelijke oplossingen in plaats van de vrijheidsgraden van oplossingen vooraf vast te leggen, zonder te weten welke informatie uiteindelijk zou kunnen ontstaan. Een suboptimaal gegeven per se.

Wanneer er vertrouwen ontstaat zal in theorie ook sneller de optimale marktprijs worden benaderd. Zie hiervoor ook het onderdeel ‘prijs’ (paragraaf 2.2.4). Vertrouwen wordt beïnvloed door alle in 2.2.3 beschreven lagen van instituties. De cultuur tussen partijen is mede bepalend voor samenwerkingsconstructies, instituties beïnvloeden vertrouwensissues, etc.

Hypothetische veronderstelling:

Als er genoeg vertrouwen is tussen partijen komen transacties meer soepel tot stand en ontstaat flexibiliteit het juiste te doen in het geval er zich onverwachte zaken voor doen.

2.2.3 Regelgeving

Naast de hiervoor besproken mechanismen prijs en vertrouwen, is regels ook onderdeel van de marktwerking. Regelgeving kan in meer of mindere mate invloed uitoefenen op het economisch proces. Het overgrote deel van de regelgeving is mede door nationale of regionale overheden tot stand gekomen. Naast deze formele regelgeving bestaat er ook informele regelgeving wat voornamelijk betrekking heeft op hoe partijen met elkaar omgaan.

North (1990) definieert de informele instituties als cultuur, normen en waarden, conventies en praktijkgewoonten. Hoewel er vaak gekeken wordt naar de formele instituties blijkt eens te meer dat het handelen van actoren in sterke mate wordt bepaald door deze ‘ingesleten’ gedragingen. Yuen (2013) toonde dit reeds aan in een analyse naar potentiële transacties op de grondmarkt tussen vastgoedbelegger en gemeentelijk overheid.

De formele instituties zijn volgens Buitelaar et al (2013) en Van der Post (2005) de door de rechtelijke macht te toetsen wetten, beleidsregels, verordeningen en contracten. Het onderscheid tussen de contracten en de overige formele instituties ligt in de samenstellers - contracten kunnen privaatrechtelijk door iedereen worden opgesteld. De overige instituties gelden als publiekrechtelijk en zijn door de rijksoverheid als wetgevende macht gevormd.

Institutions	Level of analysis	Purpose	Frequency of change
Informal institutions	Embeddedness, mental maps, beliefs, norms	Often non-calculative, spontaneous	100-1.000 years
Formal institutions	Institutional environment, rules of the game, governing institutions	Getting institutional environment right	10-100 years
Contracts	Governance structures, contracts, regulations	Getting governance structures right	1-10 years
Day to day optimizing	Resource allocation, prices, employment, incentives	Getting marginal conditions right	Continuous

Figuur 2.1: Vierlagenschema van Williamson (2000), eigen bewerking

Relevant voor dit onderzoek is mede de laatste kolom uit figuur 2.1. Hierin is de veranderlijkheid van instituties weergegeven. Deze veranderlijkheid biedt de mogelijkheid om het onderzoeksthema te beïnvloeden. Ofwel: door instituties te veranderen zou de transactie tussen belegger en woningcorporatie überhaupt, danwel meer efficiënt tot stand kunnen komen. Daarbij vormt juist de cultuur van actoren een zeer niet-veranderlijke variabele. Gezien het potentiële belang dat aan deze variabele wordt gehecht op basis van eerder onderzoek (Yuen, 2013) kan dit duiden op een mogelijk, hypothetische inertie of institutionele beperking. Vanuit onderzoeksperspectief geldt echter dat ze relatief lastiger valide meetbaar zijn ten opzichte van de gevolgen meer formele instituties. Voor de overige instituties geldt dat ze in gradaties meer beïnvloedbaar en aanpasbaar zijn. Juist contracten zijn uitermate flexibel gezien de ruime mogelijkheden deze vrijelijk op te stellen.

Hypothetische veronderstelling:

Informele instituties lijken een significante doch onderschatte variabele die bepalend zijn voor de totstandkoming van transacties.

2.2.4 Prijs

Feitelijk vormt de prijs de resultante van de 'day-to-day optimizing', de uitkomst van de samenkomst tussen vraag en aanbod in het hier en nu. Dit level waar het evenwicht plaats heeft vormt feitelijk het te bestuderen veld van de neoklassieke theorie. De prijs vormt hier de relatieve schaarsteverhouding van een goed – en indirect de aanleiding voor meer of minder productie – ook de reden dat de neoklassieke theorie veelal als 'prijsentheorie' wordt geduid. Binnen de institutionele economische theorie wordt de invloed van prijs niet onderschat, maar de totstandkoming van deze prijs is gebaseerd op meerdere variabelen dan alleen vraag en aanbod (Williamson, 1985). Deze vallen allen binnen de drie 'hogere gelegen' groepen instituties.

De invloed van deze instituties en ne institutionele uitgangspunten op de prijs is helder. Omdat er geen volledige informatie is zijn actoren genoodzaakt kosten te maken om transacties tot stand te laten komen Coase (1937). Actoren moeten onderzoeken en vaststellen wat marktconforme prijzen zijn. In het verlengde hiervan worden onderhandelingskosten om uiteindelijk een contract tot stand te brengen. Relevante instituties leveren een bijdragen aan het beperken van de asymmetrie. Hoe meer optimaal een markt functioneert, hoe dichter een transactie de formele – neoklassieke – marktprijs zal benaderen. Grotere afwijkingen zijn direct te herleiden tot onzekerheden, imperfecties en institutionele gebreken.

Hypothetische veronderstelling:

Hoe meer optimaal een markt functioneert, hoe dichter een transactie de formele – neoklassieke – marktprijs zal benaderen.

2.3 Conclusie

In de nieuwe institutionele economische theorie wordt wel rekening gehouden met de stevig doorgevoerde woningregelgeving waar Nederland aan onderhevig is. Dit is één van de redenen waarom deze theorie wel gebruikt kan worden ten opzichte van de neoklassieke theorie.

Daarnaast is er een schrijnend tekort aan betaalbare huurwoningen in Nederland. Woningcorporaties zijn voornamelijk verantwoordelijk voor het aanbieden van deze wooneenheden. Daartegenover krijgen zij financiële tegemoetkomingen om bijvoorbeeld een onrendabele top realiseerbaar te maken. Deze stimulering en overige regelgeving als verhuurderheffing, passende toewijzen en het scheiden van DAEB en niet-DAEB activiteiten dragen er aan bij om de nieuwe economische institutionele theorie als leidraad te nemen.

3. De context van de transactie: de woningmarkt in beeld

In dit hoofdstuk wordt de Nederlandse woningmarkt beschreven. Door in te gaan op de werking en de uitkomsten van deze markt wordt het spanningsveld achter de eventuele transactie tussen woningcorporatie en institutionele belegger geduid. In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt beschreven welke mogelijkheden de vorming van een fonds zou kunnen bieden om de positie en het resultaat van de betrokken actoren te optimaliseren ten opzichte van een situatie zonder deze transactie.

3.1 Woningcorporatie

Een woningcorporatie betreft een vereniging of stichting die zich focust op bouwen, beheren en verhuren van betaalbare woonruimte zonder winstoogmerk. De woningcorporatie bestaat echter niet. Ondanks dat alle corporaties binnen hetzelfde wettelijke kader actief zijn positioneren zij zich toch onderscheidend met een daaraan gelieerde onderscheidende visie. Onderstaand wordt allereerst de institutionele vorming van deze organisaties beschreven om een beeld te krijgen van de kaders die mede de huidige cultuur hebben bepaald.

3.1.1 Institutionele vorming van corporaties

De historie van woningcorporaties kent feitelijk gezien een deels informele start vanaf de jaren 1850 reeds, waarna deze vorm van wonen vanaf 1901 vrij snel formeel geïnstitutionaliseerd is. Daarmee ontstaat feitelijk een spanningsveld tussen mogelijkwijs doelen en de wijze waarop deze geacht bereikt te worden. Tot 1901 waren er al een 40-tal woningcorporaties actief die zonder overheidssteun opereerden. De oudste corporatie is in 1852 opgericht. Deze Vereniging ten behoeve der Arbeidersklasse te Amsterdam is opgericht door veelal vermogende particulieren die niet langer de enorme woningnood konden aanzien. Deze vereniging had in 1853 haar eerste woningontwikkeling gereed. Dit betrof een project bestaande uit 18 woningen op de Amsterdamse Oostenburgermidden-straat. In de decennia erop volgend wist deze vereniging nog 800 wooneenheden te ontwikkelen in de stad.

Desbetreffend initiatief werd al snel opgepakt door andere Nederlandse steden. In Arnhem en 's-Gravenhage werden vergelijkbare casussen succesvol opgetuigd. Ook deze ontwikkelingen werden met particulier vermogen gefinancierd, zonder formele wettelijke instituties die pleitten voor dit soort wooninitiatieven. In de praktijk bleek de impact van deze organisaties uitermate lokaal en relatief beperkt door het beperkte aantal verenigingen alsmede de beperkte schaalgrootte.

In 1890 is er een onderzoek uitgevoerd door Maatschappij tot Nut van 't Algemeen ('t Nut). Dit onderzoek was gericht op de resultaten die behaald werden door de reeds bestaande woningcorporaties. Het vervolgrapport hierop, onder leiding van 't Nut, werd een pleidooi voor leningen en garanties van de overheid om de onophoudelijke kwaliteitsproblemen in de volkshuisvesting op te lossen. Het kabinet-Pierson onderbouwde de Woningwet van 1901 nagenoeg geheel op de ideeën uit dit onderzoek (Parlement en Politiek, 2017). Het doel van deze nieuw ingevoerde woningwet was het onmogelijk maken van bouw en bewoning van kwalitatief slechte en ongezonde woningen. Dit betrof de eerste wet met betrekking tot volkshuisvesting in Nederland,

waarmee een formeel institutionele leidraad werd opgesteld die tot in lengte van dagen invloed zal hebben op het functioneren van de woningmarkt in Nederland.

Door de Woningwet werd de corporatie in de gelegenheid gesteld om overheidssteun te ontvangen. Hiermee is het begin ontstaan van een formeel institutionele financiële relatie tussen overheid en corporaties. Dat leidde tot een relatief forse groei van initiatieven. In die periode zijn er in de meeste gemeenten één of meerdere corporaties opgezet. Er werd voortvarend ontwikkeld en - grotendeels - arbeiderswoningen werden toegevoegd aan de woningvoorraad.

De corporatie die in aanmerking wilde komen voor overheidssteun moest louter werkzaam zijn in het belang van verbetering van de volkshuisvesting en toegelaten zijn voor de Minister van Volkshuisvesting. Tot de Tweede Wereldoorlog financierde de overheid deze zogenaamde 'woningwetwoningen' middels een Rijksvoorschot dat over een periode van 50 jaar terugbetaald moest worden. Na de Tweede Wereldoorlog werd gebruik gemaakt van een gemeentelijke lening of er werd een gemeentelijke garantie verstrekt. In de periode vanaf de invoering van de Woningwet tot de Tweede Wereldoorlog zijn er al circa één miljoen genoemde woningwetwoningen gebouwd (www.overheid.nl, 2017).

In 1958 ontstond feitelijk een omgekeerde institutionele wens: namelijk dat corporaties zich meer los van de overheid zouden kunnen positioneren. De belangrijkste drijfveer voor dit onderzoek was de stagnerende corporatiebouw ten opzichte van overige marktpartijen. De voornaamste conclusie uit de zogenaamde commissie Roos in dit kader was dat verzelfstandiging slechts mogelijk is wanneer corporaties reserves kunnen vormen. Gezien de kwaliteit van de portefeuille van sommige corporaties waren zij niet in staat om zelfstandig financiële reserves aan te leggen. De oplossing die hiervoor werd aangedragen was een centraal fonds voor minder bedeelde corporaties, genaamd Nationale Woningraad. Deze landelijke vereniging van corporaties was er voor de belangenbehartiging van en dienstverlening aan lokale instellingen. Vandaag de dag is dit bekend als Aedes (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2017).

In 1960 waren er circa 700 corporaties aangesloten bij Nationale Woningraad. Tot de jaren '70 veranderde de relatie de huiseigenaar en de gebruiker hiervan. In het beginsel waren het leden. Deze relatie werd zakelijker en de wooneenheden waren niet uitsluitend meer voor de voormalige leden bestemd. De corporatie ging steeds meer als commerciële marktpartij acteren. Daarnaast resulteerde de nieuwe subsidieregelingen voor sociale woningbouw in een explosieve groei van de corporatiesector. Vanaf de Tweede Wereldoorlog tot 1985 groeide het woningbezit van de corporaties van 196.000 tot 1.607.000 wooneenheden. Procentueel betekent dit een groei van 9% tot 30% van de Nederlandse woningvoorraad.

In de jaren '90 kwam de bruteringsoperatie waarbij corporaties financieel zelfstandig moesten worden. Met nog steeds als voornaamste taak het aanbieden van betaalbare woningbouw. Het doel was tweeledig. De overheid wilde bezuinigen en het ontwikkelen van woningen moest meer aan de commerciële marktpartijen worden overgelaten. Subsidies werden beperkt, en op enkele deelgebieden na, drooggelegd. Een groot deel van de sector werd gedwongen om (her)financiering aan te trekken via de kapitaalmarkt. In 1994 werd het Waarborgfonds Sociale Woningbouw uitgebreid om die (her)financiering te faciliteren. Het doel dat werd nagestreefd is de verzelfstandiging van de corporatie zonder de steun van de overheid. Dit vergde een zakelijkere aanpak in de bedrijfsvoering. De financiële stromen die als schakel en instrument tussen formele

instituties en het wenshandelen van de overheid fungeerden werden daarmee voorlopig in elk geval afgeschaft – en een deel van de formele banden werd zo in praktische zin doorgesneden.

3.1.3 Investeringsbeleid

Doorstroming van sociale huurwoningen naar vrijesectorhuur- en koopwoningen is één van de belangrijkste doelen die corporaties middels de formele institutionele wetgeving begin deze eeuw van de overheid hebben meegekregen. Uiteindelijk werd de opgave van de corporatie via een aanpassing in het Besluit Beheer Sociale Huursector verder uitgebreid. Hierin werd onder andere vastgelegd dat het een taak van de corporatie is om de leefbaarheid in een wijk te behouden alsmede betrokkenheid bij het beheer van maatschappelijk vastgoed. Resultaat van deze verruiming is dat er honderden miljoenen geïnvesteerd werden in leefbaarheidsinvesteringen en de wijkaanpak in Achterstandswijken. Een uitvloeisel hiervan is dat de overheid, zowel landelijk als lokaal, de uitgaven enorm terugschroefden aangezien de corporatie deze verantwoordelijkheid nam.

Inmiddels is bekend dat door de verruiming van dit takenpakket er diverse corporaties de grenzen hebben opgezocht en soms grote risico's opzochten. Dit heeft geleid tot enorme excessen. Enkele voorbeelden hiervan zijn; de aankoop van het SS Rotterdam, de Rochdale affaire en het zogenaamde Vestia dossier. Dit heeft uiteindelijk de sector geen goed gedaan en heeft hierdoor imagoschade geleden.

Deze onduidelijke en rekbare grenzen werden vervolgens ingeperkt door onder andere prestatieafspraken tussen overheid en corporatie. Tevens kwam de staatssteun, zoals vastgesteld in de Woningwet van 1901, ter discussie. Dit resulteerde uiteindelijk in een meer rigide model waarbij staatssteun voor corporaties ingezet kan worden voor alleen wooneenheden met een niet-geliberaliseerde huur. Deze zogenaamde liberalisatiegrens is in 2017 vastgesteld op € 710,68 huur per maand. Hier bovenop kwamen de inkomensrestricties bij de toewijzing van sociale (huur < €710,68 per maand) huurwoningen (Rijksoverheid, 2017).

Naast de in 2013 ingevoerde verhuurheffing is in de Woningwet van 2015 de broekriem nog verder aangetrokken. Uiteindelijk is de corporatie er voor de minderbedeelden in onze samenleving om die te voorzien van een betaalbare en kwalitatief goede woning. Dit wordt ook wel omschreven DAEB activiteiten. Sinds 2015 zijn woningcorporaties extra gefocust op de DAEB-portefeuille en de verduurzaming hiervan. Uit onderzoek van ABF blijkt namelijk dat in 2015 circa 55% van de woningvoorraad bij corporaties ouder is dan 35 jaar.

De verscherpte regelgeving en de toezicht hierop heeft ook een direct averechts negatief effect gehad. Doordat er minder financiële middelen ter beschikking waren investeerden corporaties in 2014 20% minder dan in 2013. Naast de reeds gaande economische crisis heeft dit enorme impact gehad op de bouwsector en op de wachtlijsten voor sociale woningbouw (De Gaay Fortman, 2014).

De corporatie kent de volgende zes prestatievelden (Rijksoverheid, 2010);

1. Passend huisvesten van lagere inkomensgroepen;
2. Waarborgen van de kwaliteit van het vastgoed;
3. Bijdragen aan de leefbaarheid in buurten en wijken;
4. Waarborgen van de financiële continuïteit;
5. Huisvesten van gehandicapten en ouderen;
6. Huurders betrekken bij beheer en beleid.

3.1.4 Recente ontwikkelingen uit institutionele aanpassingen

Marktwaaarde in verhuurde staat

De nieuwe woningwet uit 2015 schrijft tevens voor dat alle corporaties de vastgoedobjecten met ingang van 2016 moeten waarderen met als uitgangspunt marktwaaarde in verhuurde staat. Voor deze wijziging waardeerden corporaties op bedrijfswaaarde en was dit de officiële waarderingsmethode. De zogenaamde *discounted casflow-berekening* maakt alle toekomstige kasstromen contant minus onderhouds-, beheer- en moderniseringskosten. Deze op huurprijs gebaseerde rendementsberekening zegt niet veel over de te realiseren leegwaaarde van een woning. De marktwaaarde in verhuurde staat ligt in diverse gevallen soms wel 40% hoger dan de marktwaaarde in verhuurde staat. Dit is voor Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV), financiële toezichthouder, de aanleiding geweest om deze verandering van waarderen bij corporaties door te voeren (CFV, 2017). De nieuwe wijze van waarderen geeft meer inzicht in de financiële en maatschappelijke gevolgen van beleidskeuzes.

Daarnaast is het eindproduct, sturen op direct en indirect rendement, goed te vergelijken met de institutionele beleggers. Doordat partijen op nagenoeg gelijke wijze hun woningportefeuille waarderen kan er veel van elkaar geleerd worden en in de toekomst makkelijker een samenwerking worden aangegeven in verband met de homogeniteit van waarderen voor bij voorbeeld het niet-DAEB bezit waar een corporatie wordt gestimuleerd hier niet meer fors op in te zetten (Peter Hendriks, 2017).

Amsterdamse corporaties richten platform op

Vijf Amsterdamse woningcorporaties en vijf institutionele beleggers willen samen zorgen voor meer middenhuur woningen. Zij hebben het Platform Amsterdam Middenhuur (pam) opgericht. De reden voor dit platform is het beperkte aanbod van woningen in Amsterdam met een huur van €725 tot €1.000 per maand. Desbetreffende partijen willen tot 2025 minimaal 10.000 wooneenheden bouwen in Amsterdam ten behoeve van dit huursegment.

Institutionele beleggers willen pensioen- en verzekeringsgeld beleggen en de corporatie wil de doorstroming bevorderen in de huidige woningportefeuille. Door huurders met een (boven-)modaal inkomen voorrang te geven op dit huuraanbod zal er ruimte ontstaan in het niet-geliberaliseerde segment waar de wachtlijst inmiddels oploopt tot gemiddeld 8,7 jaar (Stef Blok, 2016).

Verkiezingsuitslag en aankomende coalitie

De verkiezingsuitslag van 15 maart jongstleden lijkt te resulteren in een rechtsliberaal kabinet. Volgens Elisa Bontrop, adviseur Capital Consultants bij Sweco, is dit positief voor de huurwoningmarkt. Krachtig politiek optreden en in niet-geliberaliseerde markt is noodzakelijk om commerciële beleggers meer investeringsruimte te geven, stelt Sweco.

De VVD pleit voor een verlaagde liberalisatiegrens van €600 in plaats van de huidige €710,68 per maand. De reden hiervoor is dat corporaties gestimuleerd worden om niet-DAEB woningen af te stoten aan marktpartijen. Hiervoor wil de VVD de verhuurheffing als drukmiddel inzetten en als enige partij het tarief opvoeren.

Diezelfde VVD wil ook gemeenten ertoe bewegen meer grond voor nieuwbouw gericht uit te geven. Indien je grond uitgeeft met als verplichting om woningen te realiseren voor een bepaald huursegment kun je gericht leveren aan de bestaande woningvraag (Sweco, 2017).

3.2 Institutionele investeerder

Beleggen is onder andere omschreven als het opgeven van bepaalde zekerheden waartegenover onzekere inkomsten staan (Van Gool, 2013).

Er kan onderscheid gemaakt worden tussen een drietal type beleggers;

- institutionele investeerders: dit zijn fondsen of maatschappijen die als doelstelling hebben om met grote sommen geld rendement te maken door te investeren in onder andere vastgoed. Dit kunnen bijvoorbeeld pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zijn;
- particuliere investeerders: privépersonen die op reguliere basis of incidenteel het vermogen of een deel daarvan beleggen;
- ondernemingen: grote bedrijven die met regelmaat actief zijn op de geld- of kapitaalmarkt.

Gezien de homogeniteit en de kapitaalcracht van de institutionele beleggers zal deze in het onderzoek geanalyseerd worden.

Daarnaast zijn er meerdere asset classes waarin geïnvesteerd kan worden, te weten: aandelen, obligaties, private equity en vastgoed. Markowitz (1952) heeft een theorie ontwikkeld die als basis gebruikt wordt door veel institutionele investeerders. Deze theorie, genaamd De Moderne Portefeuille Theorie, heeft als strekking het creëren van een optimale mix van diverse typen beleggingen. Hierbij zijn risico en rendement gecorreleerd aan elkander.

Met betrekking tot de onderzoeksvraag is besloten om in dit onderzoek te focussen op vastgoed en de verbindende factor daarin. Overige asset classes zullen derhalve buiten beschouwing worden gelaten.

- Enkele argumenten waarom vastgoed interessant is om in te beleggen (Van Gool, 2013); de verhouding risico- en rendement; uit onderzoek van een lange reeks aan rendementen blijkt dat het rendement van vastgoed ligt tussen aandelen en vastrentende alternatieven;
- inflatiebescherming; vastgoed, en voornamelijk huurwoningen, staat bekend als een asset class wat grotendeels gelieerd is aan de inflatie. Het is als ware inflatie volgend. Dit komt door de jaarlijkse huurindexaties die vaak 1 op 1 gelieerd zijn aan de inflatie, dan wel een marginale afwijking hierop;
- diversificatie; in een portfolio met meerdere typen aan beleggingen kan vastgoed vaak het gemiddelde risicoprofiel verlagen.

3.2.1 Geschiedenis

De beleggingsmarkt in Nederland is de afgelopen decennia dusdanig verfijnd dat dit een volwassen markt is geworden. Dit is mede te danken aan de professionalisering van de Nederlandse pensioenindustrie en de ontstane groei van de vraag naar geschikte beleggingsproposities. Daarnaast het kapitaaldeckingsstelsel ertoe geleid dat vanaf begin van de vorige eeuw enorme pensioenreserves zijn opgebouwd in Nederland.

Tot de jaren '60 belegden institutionele beleggers voornamelijk in Nederlandse onderhandse schuldpapieren en zeer beperkt in risicovollere assets als aandelen en vastgoed. De twee decennia hierop volgend veranderde de houding van institutionele beleggers en groeide de vraag naar vastgoedbeleggingen. In eerste instantie werd er voornamelijk in woningen belegd, dit naar aanleiding van de door de overheid verstrekte subsidiering ter bevordering van de investeringen in de Nederlandse woningvoorraad. De reden voor deze subsidiering was dat er na de Tweede Wereldoorlog enorme tekorten waren ontstaan in de Nederlandse woningvoorraad. In de jaren '60, '70 en '80 werden er op grote schaal nieuwbouwwijken ontwikkeld die aan de toenemende vraag moesten voldoen. Geleidelijk werd deze explosie aan nieuwbouw afgeremd door een steeds sterker wordende positie van de woningcorporatie. Daarnaast ging de politiek het eigen woningbezit bevorderen door onder andere subsidies.

Door de groei van het aantal woningen nam de vraag naar winkels ook toe. Dit als aanvulling op de recent ontwikkelde nieuwbouwwijken. Medio jaren '70 werden winkelcentra ook toegevoegd aan de beleggingsportefeuille van menig institutionele belegger zodat er tevens risicospreiding ontstond binnen de asset vastgoed.

De ontwikkeling in de zakelijke dienstverlening eind jaren '70 resulteerde in een toename in de vraag naar kantoorruimte. Verdere ontwikkelingen in dit type vastgoed en de toename van kantoorgebouwen met meerdere gebruikers heeft ertoe geleid dat kantoren als asset aan de portefeuille toegevoegd werden.

De volumes die in logistiek vastgoed werden belegd bleven tot de jaren '90 achter ten opzichte van de overige sectoren. De toename van de vraag naar bedrijfsverzamelgebouwen en de standaardisering van logistiek vastgoed heeft de vraag vanuit institutionele beleggers doen toenemen (IVBN, 2017).

3.2.2 Regelgeving

Institutionele investeerders van Nederlandse bodem zijn gebaat bij goede regelgeving. Er wordt minder geïnvesteerd naargelang er relatief weinig regelgeving is en zullen meer gaan investeren bij harmonisering van de wetgeving. Dit is het resultaat naar aanleiding van een onderzoek dat de Universiteit van Tilburg heeft laten uitvoeren onder leiding van Sofia Atiqah Johan (2007).

De relevantie, kapitaalintensiteit en met name de sterke intransparantie en asymmetrie van informatie van de vastgoedbeleggingsmarkt maakt het voor de hand liggend dat toezichthouders als de Autoriteit Financiële Markten (AFM) er institutionele kaders voor opstellen. Private equity ziet hier vaak het voordeel niet van en ervaart het meer als belemmering dan dat er voordeel aan kleeft. Nederlands institutionele beleggers, als bijvoorbeeld pensioenfondsen, beleggen juist makkelijker en ervaren dit als risico beperkende factor. Dit ook naar aanleiding van het onderzoek van Johan Conijn wat was ondergebracht bij TILEC, het Tilburg La wand Economics Center van de Universiteit van Tilburg (UvT, 2017).

3.2.3 Investeringsbeleid

Een goede risico-rendementsverhouding is het voornaamste doel wat een institutionele investeerder nastreeft. Tevens heeft de maatschappelijke betekenis van vastgoed ook een belangrijke functie. Investeren in vastgoed draagt bij aan de algemene economie, het winkellandschap, het wonen en aan de huisvesting voor bedrijven. Investeren in vastgoed betekent vaak een lange termijnbinding wat bijdraagt aan een kwalitatief betere en veiligere omgeving.

3.2.4 Recente ontwikkelingen

De vastgoedbeleggingsmarkt en de institutionalisering hiervan hebben zich de afgelopen jaren in Nederland sterk ontwikkeld. Het beleggingscategorie vastgoed is ondertussen bij veel investeerders indirect gestructureerd. Daarnaast is het percentage wat hiervan in Nederland wordt geïnvesteerd verder gedaald. De voornaamste reden hiervan is dat er een forse toename is van pensioenfondsen, bijvoorbeeld ABP en PGGM, die veelal indirect en daardoor makkelijker buiten de landsgrenzen beleggen.

Door de vergrijzing in Nederland zal de maatschappelijke functie van beleggen in vastgoed ook steeds meer op de voorgrond treden. Desbetreffende ontwikkeling vraagt om andere woonvormen en voorzieningen. Deze vorm van zorg en wonen past heden de dag nog niet altijd in bestaande vastgoedstructuren en vraagt aanpassingsvermogen van de investeerder. IVBN-leden hebben een visie ontwikkeld op deze maatschappelijke noodzaak.

Geconcludeerd kan worden dat het woninglandschap het afgelopen jaar een enorme ontwikkeling heeft door gemaakt. Record brekende beleggingsvolumes zijn er gerealiseerd in deze sector onder andere door de interesse van buitenlandse beleggers. In vergelijking tot andere West-Europese steden is de risico-rendementsverhouding in Nederland aantrekkelijk. In 2016 is er bijvoorbeeld € 4,1 miljard aan transacties gesloten. Daarnaast heeft de stagnerende nieuwbouwproductie in combinatie met het stijgende aantal huishoudens een prijsverhogend effect gehad. In steden als Utrecht en Amsterdam zijn in dit desbetreffende jaar al weer prijsniveaus bereikt van voor de economische crisis.

3.3 Overige actoren woningmarkt en hun institutionele beïnvloeding van het vraagstuk

Naast de corporatie en de institutionele investeerder zijn er nog een aantal prominente actoren te benoemen;

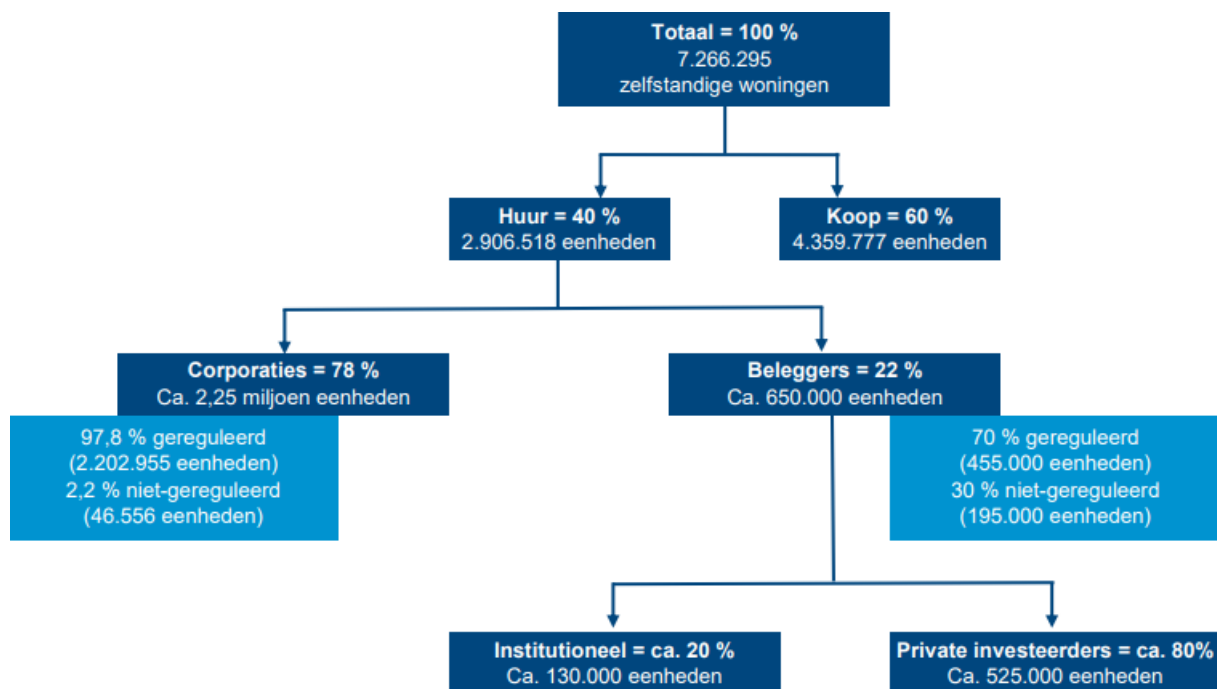
Nationale en lokale overheid	De landelijke overheid bepaald grotendeels de wet- en regelgeving aangaande (huur)woningen. De lokale politiek heeft prestatieafspraken gemaakt met de corporaties en daarnaast is de gemeente betrokken bij de garantstelling van de corporatiesector.
Centraal fonds volkshuisvesting	Het fonds is de financiële toezichthouder van de corporatiesector. CFV rapporteert jaarlijks over de sector en beoordeeld de individuele corporaties op haar financiële positie in dat betreffende boekjaar.
Waarborgfonds sociale woningbouw	WSW is de onderlinge waarborgmaatschappij tussen woningcorporaties. Omdat een groot deel van het Nederlandse corporatiebezit in onderpand is bij het WSW, betreft dit een essentiële actor om rekening mee te houden.
Banken	Bij voorbeeld de BNG Bank is een belangrijke geldverstrekker die via het WSW diverse corporaties financiert. De BNG Bank is voor 50% in eigendom bij de Staat en de overige aandeelhouders bestaan uit gemeenten, provincies en hoogheemraadschap. Banken, zo ook de Nederlandse Waterschapsbank, alsmede commerciële banken verstrekken al dan niet via het WSW financieringen aan woningcorporaties.
Huurder	De huurders zijn een belangrijke actor in dit onderzoek. Daarnaast hebben zij een belangrijke stem in het huisvestingsbeleid.

3.4 Nederlandse woningmarkt

De Nederlandse woningvoorraad is globaal te verdelen in huur- en koopwoningen. In totaal telt Nederland circa 7,3 miljoen zelfstandige huishoudens.

3.4.1 Verhouding koop versus huur

In onderstaand overzicht is inzichtelijk gemaakt hoe de Nederlandse woningvoorraad is opgebouwd. Naast het onderscheid tussen koop- en huurwoningen is de laatste categorie onder te verdelen in geliberaliseerde en niet-geliberaliseerde wooneenheden. De niet-geliberaliseerde eenheden, ook wel gereguleerd en sociale woningen genoemd, kennen een huurplafond van € 710 per maand. Dit wordt de zogenaamde liberalisatiegrens genoemd. Het geliberaliseerde deel van de Nederlandse woningvoorraad wat bij woningcorporaties in eigendom is wordt aangemerkt als niet-DAEB en komt derhalve niet voor overheidssteun in aanmerking. Op dit niet-DAEB bezit bij corporaties ligt in dit onderzoek de focus. Hierbij moet opgemerkt worden dat een groot deel van het DAEB bezit is te liberaliseren en dus aangemerkt kan worden in de nabije toekomst als niet-DAEB (Woningwet2015.nl).



Figuur 3.1: opbouw Nederlandse woningvoorraad 2016, eigen illustratie op basis van ABF

De verhouding van 60% koopwoningen en 40% huurwoningen heeft een oorsprong. Deze percentages waren in de jaren '70 en '80 omgekeerd. Toen bestond het overgrote deel van de Nederlandse woningvoorraad uit huurwoningen (CBS, 2015).

De vraag en het aanbod van wooneenheden wordt onder andere beïnvloed door macro economische ontwikkelingen. Hierbij moet je denken aan demografische, economische en politieke ontwikkelingen.

3.4.2 Demografische ontwikkelingen

Met circa 110.000 inwoners is ons land vorig jaar in aantal toegenomen. Deze forse groei is voor ongeveer 50% toe te schrijven aan een positief buitenlands migratiesaldo. Voor de periode 2017-2022 verwacht het CBS dat het aantal inwoners in Nederland met circa 370.000 toeneemt. Tevens zal ook het aantal huishoudens fors stijgen en zal het percentage alleenstaande 55-plussers toenemen. Daarnaast blijkt uit onderzoek van ABF dat het aantal huishoudens van 75 jaar en ouder de komende jaren sterk zal toenemen. Vanaf 2022 zullen de eerste *baby boomers* 75 worden en neemt het aantal nog sneller toe. Een groot deel van deze personen zal door (verwachte) mobiliteitsproblemen gaan uitkijken naar een geschikte woningen of de huidige woning dusdanig aanpassen dat blijven wonen tot de mogelijkheden behoort.

De grootste tekorten worden verwacht in de goedkope koopsegment (< €225.000) en het middeldure huursegment. Huishoudens die uiteindelijk geen geschikt aanbod kunnen vinden zullen in de huidige woning blijven wonen of genoegen nemen met een wooneenheid die in beginsel minder goed aansluit op het zoekprofiel. De voorraad vrije sector woningen komt grotendeels afhankelijk van de verkoop van geliberaliseerde en nog te liberaliseren eenheden door corporaties. Met deze zoals eerder genoemde beperkte nieuwbouw zal de schaarste in het vrije sector huursegment de komende jaren groot blijven (Planbureau voor de Leefomgeving, 2017).

3.4.3 Economische ontwikkelingen

Doordat er sinds 2009 veel nieuwbouwplannen zijn geannuleerd dan wel is de wacht zijn komen te staan zijn de tekorten in de periode 2009-2015 opgelopen tot tussen de 56.000 en 87.000 wooneenheden. In de aankomende jaren verwacht het CBS ook dat de productie van nieuw te bouwen en te transformeren woning achterblijft bij de groei van het aantal huishoudens. Door onder andere plancapaciteit is de verwachting ook niet dat dit tekort snel zal worden ingelopen. Het statistisch tekort aan wooneenheden betreft in 2017 naar verwachting 178.000 eenheden. In 2018 wordt het hoogtepunt verwacht met een tekort van 200.000 eenheden. vanaf 2019 zullen er waarschijnlijk weer meer woningen worden gebouwd dan er huishoudens bij zullen komen. Het logische resultaat zou dan zijn dat de tekorten zullen afnemen (capital value, 2017)

Verder zal het aantal eenheden in het goedkoopste huursegment (< €403,06) van de niet-geliberaliseerde sector de komende vijf jaar gemiddeld met 4,5% per jaar dalen. De voornaamste reden hiervan zijn de huurprijsaanpassingen en dat het onder de huidige marktomstandigheden vanuit rendementsperspectief steeds lastiger wordt om eenheden aan dit segment toe te voegen.

3.4.4 Politieke ontwikkelingen

Naar onderzoek van ABF Research is de verwachting dat de komende jaren het huurwoningaanbod zal dalen, ondanks de toenemende bouwproductie. Hoe de huurmarkt zich procentueel gaat verhouden ten opzichte van de koopmarkt is onder ander sterk afhankelijk van hoe woningcorporaties hun woningvoorraad gaan managen. Zal de nadruk op uitpond of verhuur liggen? En wat zal de verscherpte regelgeving van invloed hebben op de koers die zij varen? De antwoorden op deze belangrijke vragen zullen het schil maken tussen een tekort aan huurwoningen of een groot tekort aan huurwoningen. (ABF, 2017)

Overigens is de corporatie noodgedwongen om 95% van de huurvoorraad passend toe te wijzen. Dit kan resulteren in een situatie dat corporaties te liberaliseren eenheden toch gereguleerd blijven verhuren. Door deze regel zal de stijging van het aanbod middensegment huur niet positief beïnvloed worden.

Samenvattend kan gemeld worden dat de overheid, zowel nationaal als regionaal, een sterke invloed heeft op de Nederlandse (huur)woningvoorraad. Dit heeft betrekking op het subsidiëren van de woonlasten van huishoudens met een laag inkomen, hypotheekrente aftrek, fiscale voordelen, gronduitgifte en overige instrumenten van de overheid.

Door toedoen van deze ingrepen is er minder aandacht geweest voor het middensegment huur. Dit in tegenstelling tot de niet-geliberaliseerde huur en koopmarkt. Voornamelijk in het segment vanaf € 710 huur per maand is de vraag vele malen groter dan het aanbod (capital value, 2016).

3.4.5 Financierbaarheid woning

De gemiddelde Nederlandse hypotheekschuld steekt ver uit boven de overige Europese landen. Dit blijkt uit onderzoek wat in 2015 door het Centraal bureau voor de Statistiek is uitgevoerd. Een combinatie met een economische crisis is het voor de hand liggend dat er veel huishoudens in zwaar weer terecht zijn gekomen. Door de economische crisis zijn de prijzen van vastgoed gedaald. Bij een loan to value van boven de 100% en geen aflossingsverplichting resulteert dit in banken die strakker gaan meekijken over het reilen en zeilen van hun clientèle. Restschuld is een vaak gehoord woord in de afgelopen jaren.

Loan to value – loan to income

Hetgeen een koper kan financieren bij de aankoop van een woning heeft een directe uitwerking op de omvang van de vraag. En vervolgens heeft dit een doorslaggevende betekenis voor de prijs van een woning. Enerzijds wordt de maximale financiering gelieerd aan de hoogte van de lening ten opzichte van de waarde van het registergoed, *loan to value* (LTV) genaamd. Anderzijds heeft de *loan to income* (LTI) ook een sterke invloed op de aangevraagde financiering. Dit heeft betrekking op de verhouding tussen de hoogte van de woonlasten en het huishoudelijke inkomen. De LTV is inmiddels teruggeschroefd naar 101% en Nederland zal met ingang van 1 januari 2018 een maximale LTV kennen van 100%. Deze regelgeving is als ware een bescherming van de consument tegen overkreditering. In 2007 was het bijvoorbeeld nog mogelijk om 125% van de waarde te financieren. Dit heeft mede door de crisis voor veel financiële problemen gezorgd en is anno 2017 nog steeds een molensteen voor veel huishoudens (Vereniging Eigen Huis, 2017).

Klaas Knot, DNB-president, stelde vorig jaar voor om de LTV op termijn zelfs te verlagen naar 90%. Dit voorstel had een tijdslijn van 2018 tot 2028 waarin de verlaging van de LTV moest worden doorgevoerd. Uiteindelijk heeft dit voorstel de landelijke politiek niet weten te overtuigen en heeft derhalve geen doorgang gevonden.

Landen met hoge hypotheekschulden zijn eerder vatbaar ten tijde van een financiële crisis ten opzichte van landen met een lagere hypotheekschuld per hoofd van de bevolking. De gemiddelde maximale loan to value is in andere Europese landen 83% (IMF, 2016).

Daarnaast stelt Boelhouwer (2012) dat de koopwoningmarkt wordt gekenmerkt door een niet efficiënte marktwerking. De gemiddelde prijs voor een wooneenheid ligt dikwijls boven of onder de theoretische evenwichtsprijs. Naast de LTV en LTI is de hoogte van de rente en de renteaftrekbaarheid hier debet aan. Er is namelijk een sterke correlatie tussen de leencapaciteit en de ontwikkeling van de koopprijs. Volgens diverse woningonderzoeken (Rabobank en OTB/TU Delft) leidt een verandering van de leencapaciteit nagenoeg altijd tot een soortgelijke verandering van de koopprijzen.

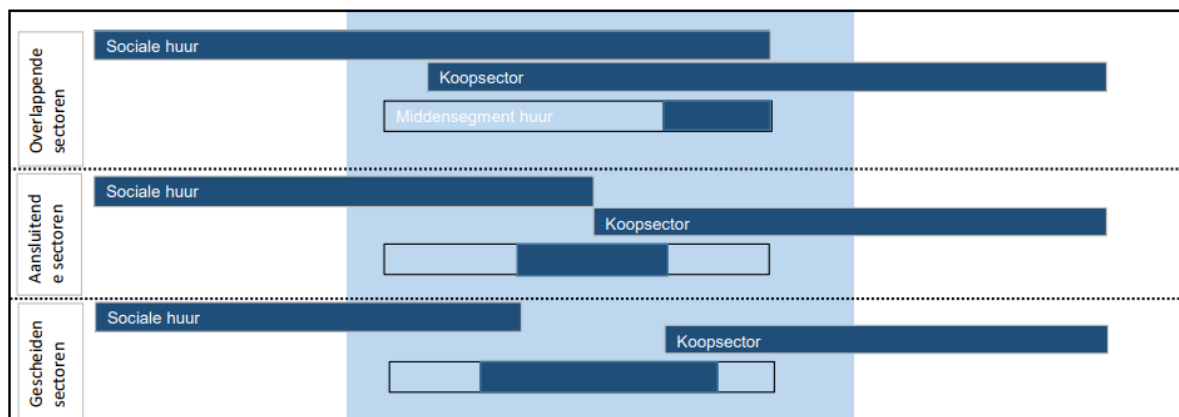
3.4.6 Tekort aan huurwoningen

In Europa is er reeds een groeiende aandacht voor de rol van een goed functionerende particuliere huurwoningmarkt (Scanlon & Whitehead, 2011). In elk land is er verschillende regelgeving van kracht, zo ook in Nederland.

In het Woonakkoord (2015) zijn diverse afspraken gemaakt om de investeringen in huurwoningen te stimuleren. De daadwerkelijke uitvoering hiervan is nog niet succesvol gebleken. Belangrijke maatregel die juist heeft bijgedragen aan een verlaging van investeringen van corporaties in de huurwoningmarkt is de verhuurderheffing die in 2013 is ingevoerd. Dit in combinatie met de beperkte investeringen in koopwoningen is de bouwproductie tot een onnodig laag niveau gedaald (Conijn, 2017).

Anno 2017 is er geen evenwichtige woningmarkt waar huishoudens makkelijk kunnen switchen van een koop naar een huurwoning en visa versa. Er is in Nederland lang een tweedeling geweest tussen de huurwoning voor huishoudens met een laag inkomen en een koopwoning voor alle overige huishoudens.

Het vaak besproken middensegment huur en het gebrek hieraan is voornamelijk ontstaan door overheidsingrijpen. Het beleid is zo ontworpen dat gereguleerde huren laag bleven middels huursubsidies en de koopwoning werd als ware ook gesubsidieerd door de hypotheekrenteaftrek. Dit spanningsveld heeft er in geresulteerd dat veel huishoudens niet in aanmerking komen voor een sociale woning gezien het (gezamenlijk huishoudelijke) inkomen en anderzijds een koopwoning niet kunnen bekostigen. Overigens is de financierbaarheid mede door de verlaagde LTV en LTI sterk afgenomen. In het onderstaande figuur zijn drie markten omschreven waarbij koop, sociale huur en middensegmenthuur zijn gepositioneerd. Op dit moment verkeerd de Nederlandse woningmarkt in de onderste fase, te weten gescheiden sectoren.



Figuur 3.2: Rol van het middensegment huur, eigen illustratie op basis van Conijn

In Duitsland is de private huursector beter ontwikkeld wat resulteert in een betere woningmarkt. Hier wordt namelijk een alternatief geboden aan huishoudens die niet mogen huren volgens het sociale regime, omdat de hoogte van het inkomen dat niet toelaat, of niet willen kopen omdat ze flexibel willen zijn waar er gewoond wordt (De Vries, 2017).

Om een betere doorstroming te krijgen in desbetreffende Nederlandse markt is een niet-DAEB woningfonds mogelijkwerwijs een oplossing.

3.5 Niet-DAEB woningfondsen als oplossing

Hetgeen onderzocht wordt is een zogenaamd 'niet-DAEB woningfonds' waarbij de woningcorporatie het vastgoed inbrengt en de institutionele belegger dan wel commerciële vastgoedvermogensbeheerder het management hiervan verzorgt. Dit heeft betrekking op zowel het fonds- als het vastgoedmanagement. Een corporatie hoeft hierbij geen vastgoed te verkopen, maar kan via deze fondsstructuur wellicht wel meer rendement realiseren. Dit financiële voordeel kan vervolgens gebruikt worden door de woningcorporatie om te investeren in haar DAEB-activiteiten, te weten huurwoningen tot een hoogte van € 710 per maand. Op deze wijze kan de woningcorporatie invloed blijven houden op het niet-DAEB vastgoed, meer rendement maken en bij eventuele liquide vraagstukken in de toekomst haar partner in het fonds hierbij betrekken.

Er hebben reeds diverse initiatieven plaatsgevonden van fondsvorming waarbij de woningcorporaties en institutionele beleggers gezamenlijk aandeelhouder waren van het fonds. Enkele voorbeelden hiervan zijn; Amvest – Laurentius, Boer en Croon – De Alliantie en Syntrus Achmea met een aantal Brabantse woningcorporaties. Het nadeel van deze initiatieven is dat de corporatie niet meer het 100% zeggenschap had over het vastgoed. Er moest immers met de medeaandeelhouder overeenstemming worden bereikt over het te bereiken rendement, de wijze waarop dit rendement gerealiseerd moest worden tot aan de stelpost voor keukens in nieuwbouwontwikkelingen aan toe. Gezien het verschil in verwachte rendement, regelgeving en cultuur tussen beiden was dit geen lang leven beschoren (Amvest, 2017).

Daarnaast zijn de hierboven genoemde initiatieven voornamelijk tot stand gekomen door de financiële tekorten die corporaties op zich af zagen komen. Door onder andere ingrijpen van de IVBN zijn subsidieringen

van de niet-DAEB portefeuille van corporaties tot een minimum beperkt en zijn woningcorporaties ook nog geconfronteerd met de verhuurderheffing. Al met al zorgde dit ervoor dat in de periode 2012-2014 diverse corporaties gingen reorganiseren, maximaliseren van de huurverhogingen en op zoek naar alternatieve financieringsmogelijkheden. Zo'n gezamenlijk woningfonds zou een oplossing kunnen zijn aangezien hier direct vermogen mee vrij gemaakt werd. Inmiddels is deze financiële noodzaak bij veel corporaties niet meer aanwezig en is er zelfs sprake van een enorme sterke vermogenspositie van diverse grote Randstedelijke corporaties.

Het voordeel wat een institutionele belegger geniet is dat haar management apparaat breder ingezet kan worden dan alleen voor haar eigen vastgoed.. Met in het verlengde hiervan een samenwerking met of financiering van hun partner in dit fonds.

De druk die de woningcorporatie ervaart is dat het niet-DAEB vastgoed niet meer tot de kernactiviteiten behoort. Dit in combinatie met de institutionele investeerders die voornamelijk in niet-DAEB vastgoed gespecialiseerd zijn en hiermee goede rendementen weten te behalen zou dit een goede oplossing kunnen zijn wat voor beide partijen voordeel zou opleveren.

Het feit dat de gemiddelde corporatie als rendementsdoel heeft om 3,0% IRR te behalen op haar niet-DAEB portefeuille en een vastgoedvermogensbeheerder 6,0%-7,0% IRR en dit ook waarmaakt voor haar institutionele aandeelhouders geeft wel aan dat de doelen en naar alle waarschijnlijkheid de resultaten ook anders zullen zijn. Dit heeft als gevolg dat de niet-DAEB portefeuille van de woningcorporatie beter kan renderen waarmee direct en indirect de investeringen in de niet-geliberaliseerde sector kan floreren.

De onbekendheid die veel corporaties genieten aangaande dit samenwerkingsvoorstel en de veronderstelling dat institutionele beleggers alleen uit zijn op het verwerven van de beste onaangeboden objecten in de noordelijke Randstad bespoedigd deze mogelijke samenwerking allerminst.

4. Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk zal omschreven worden hoe het onderzoek in de praktijk heeft plaatsgevonden en wat de resultaten hiervan zijn. Dit empirische onderzoek kan inzichtelijk maken wat die belemmeringen zijn voor een succesvolle samenwerking tussen een institutionele belegger en een woningcorporatie.

Om uiteindelijk de hoofdvraag “Wat zijn de belemmeringen voor institutionele beleggers en woningcorporaties om tot een niet-DAEB vastgoedfonds te komen?” beantwoord te krijgen zijn deskundigen gecontacteerd. Als deskundigen zijn onder andere aangemerkt: woningcorporaties, institutionele beleggers, beleidsmedewerkers overheden en toezichthouders van de woningcorporaties. Dit empirische onderzoek is gestart met het interviewen van de hierboven genoemde experts middels semi gestructureerde interviews. Dit heeft 1 op 1 plaatsgevonden. Het nadeel hiervan is dat van eventuele interactie zoals die in groepsverband kan plaatsvinden geen sprake is. Het voordeel is, en daarom is voor de methodiek gekozen, dat experts open en zonder politieke correctheid ten opzichte van de groep hun mening geven. De gevoeligheid van het thema en de relaties onderling zou daarmee een bepaalde bias of beperking in kunnen houden. De interviews zijn uitgewerkt in een gespreksverslag die als bijlage I zijn opgenomen.

De uitkomsten van deze interviews zijn vervolgens met een tweetal actoren in deze markt geanalyseerd. Daarmee ontstaat zogenaamde data triangulatie. Deze tussentijdse analyse heeft als voordeel dat er naderhand door besprekingen nieuwe inzichten kunnen ontstaan. Middels deze wijze van empirisch onderzoeken wordt er trapsgewijs en door hoor en wederhoor een beter resultaat, lees data, verzameld.

De selectie van de respondenten heeft plaatsgevonden middels informele geluiden dat partijen betrokken zijn geweest bij plannen omtrent niet DAEB fondsen. Hier is overigens niet in alle gevallen concrete bevestiging van gegeven of uitspraken over gedaan. Los daarvan zijn alle partijen en geselecteerde respondenten specialist omtrent dit onderwerp.

4.1. Uitvoering

De volgende drie woningcorporaties zijn geselecteerd voor een interview op basis van omvang, recent doorgemaakte ontwikkelingen en de kernregio waarin zij actief zijn;

Woningcorporaties	Regio	Wooneenheden
De Alliantie	Amsterdam, Almere Amersfoort Gooi en Vechtstreek	53.000
Mitros	Utrecht, Nieuwegein	28.000
Woonforte	Gemeente Alphen aan de Rijn	11.000

Als institutionele beleggers zijn de hieronder genoemde vastgoedvermogensbeheerders geselecteerd die optreden voor institutionele investeerders. Onderstaand overzicht heeft betrekking op de Nederlandse woonactiviteiten en laat derhalve buitenlands vastgoed en de daarbij horende dienstverlening buiten beschouwing.

Institutionele beleggers	Regio	Wooneenheden
Vesteda	Nederland	23.000
Amvest	Nederland	20.000
Bouwinvest	Nederland	15.500

De volgende twee beleidsmakers zijn geselecteerd;

Beleidsmakers	Regio	-
Nationale overheid	Nederland	
Lokale overheid	Gemeente Amsterdam	

Als externe toezichthouders zijn de volgende instituten benaderd;

Externe toezichthouders	Regio	-
Vereniging van toezichthouders in woningcorporaties	Nederland	
Ministerie van Binnenlandse Zaken	Nederland	
Aedes	Nederland	

4.2 Belemmeringen

In deze paragraaf worden de uitkomsten van het empirisch onderzoek uitgeschreven. Deze beknopte samenvatting zal geanonimiseerd worden uitgewerkt waarbij het uitgebreide gespreksverslag als bijlage zal worden bijgevoegd. Bij belemmeringen om een niet-DAEB woningfonds te creëren wordt verstaan dat er een suboptimaal samenwerking is waarbij er geen sprake is van een uitstekende marktwerking.

ANALYSENIVEAU 1: VERTROUWEN

Corporaties ervaren dat institutionele investeerders het kwalitatieve vastgoed willen verwerven en niet open staan om zich te verdiepen in minder renderend en kwalitatief vastgoed. Deze zogenaamde ‘cherry picking’ zorgt voor wantrouwen.

Corporaties blijven graag de onderneming besturen zoals zij altijd gedaan hebben. Waarom veranderen als er geen noodzaak is.

Meerdere corporatiedirecteuren vinden het best interessant om zich met niet-DAEB vastgoed te bemoeien. De sociale woningvoorraad managen in relatie tot de bestaande wachtlijsten hiervoor is niet heel spannend en zorgt ervoor dat er meer risico's genomen worden. Ontwikkelingen zoals die wij kennen van Woonbron, Vestia en Rochdale zijn hier voorbeelden van. Handel in kantorenvastgoed, ontwikkelen van het SS Rotterdam, etc.

Institutionele investeerders constateren dat het woningcorporaties in de genen zit om niet meer rendement te behalen met de vastgoedportefeuille dan noodzakelijk. Deze cultuur is heel lastig te veranderen.

Diverse commerciële marktpartijen krijgen regelmatig terug dat corporaties maatschappelijk betrokken zijn en dat in mindere mate van institutionele investeerders zien. Wat ze vergeten is dat de pensioengelden en verzekeringsgelden van mening staatsburger worden geïnvesteerd met als bijkomstigheid maatschappelijke welvaart.

Daarnaast bestaat er een stuk wantrouwen bij de corporaties omdat zij vinden dat institutionele beleggers een stevige lobby hebben gevoerd met onder andere de IVBN. Volgens de corporaties heeft dit als gevolg gehad dat zij nu meer beperking hebben opgelegd gekregen. De staatsteun zoals de corporaties die kenden is grotendeels op het niet-DAEB segment verdwenen.

De onbekendheid van woningcorporaties om met marktpartijen te werken zorgt voor onzekerheid. Dit heeft betrekking op cultuur, werkwijze, rendementen, verdienmodel en te verwachten doelen.

Institutionele partijen ervaren wantrouwen als het aan komt op wederzijdse informatie verstrekking waarbij partijen bij elkaar in de boeken kijken om te inventariseren welke samenwerking op welke gebied mogelijk is.

Lokale overheden ervaren meer vertrouwen en bereidwilligheid bij woningcorporaties dan bij menig institutionele belegger. De voornaamste achterligger hiervan is dat beleggers continue financiële rendementen

wensen te verbeteren en corporaties meer leefbaarheid in ogenschouw houden. Als voorbeeld noemde een beleidsmaker dat met corporaties afspraken te maken zijn over het 'reguleren' van het middensegmenthuur en dat zij zich hieraan langdurig willen en kunnen committeren. Dit in tegenstelling tot veel institutionele investeerders.

ANALYSENIVEAU 2: REGELGEVING

De 40-40-20 regel van Amsterdam en Utrecht creëert kansen voor corporaties. Op deze vraag moet je een scope hebben van 15 jaar of langer en dit hebben institutionele beleggers vaak niet. Het resultaat is dat de corporatie de middelste 40%, dit betreft middeldure huur vanaf € 710 per maand, ook onder haar hoede gaan nemen en zelfs hun activiteiten in het niet-DAEB verder uitbreiden.

Doordat er weinig grond beschikbaar is voor sociale woningbouw maakt het voor corporaties ook lastig om nieuwe DAEB eenheden te realiseren. Uiteindelijk is het de overheid die hierin kan voorzien. Mede door de crisis heeft dit op een heel laag pitje gestaan en hier moeten nu alle zeilen worden bijgesteld om aan de enorme vraag in de algehele woningmarkt te kunnen voldoen.

Door de in 2013 ingevoerde verhuurheffing zijn woningcorporaties efficiënter gaan werken. Wat deze extra afdracht aan de overheid ook tot gevolg heeft gehad is dat corporaties minder slagkracht vertoonden en ontwikkelingen on hold werden gezet dan wel afgeblazen. Hierdoor zijn de wachtlijsten om in aanmerking te komen voor een sociale huurwoning nog verder toegenomen.

Institutionele investeerders en vastgoedvermogensbeheerders worden ook getroffen door de verhuurderheffing. Diverse ondernemingen hebben 10% tot 20% gereguleerde wooneenheden in portefeuille waarover dus verhuurderheffing betaald dient te worden. Tot de invoering van deze heffing in 2013 was er vanuit diverse commerciële marktpartijen wel interesse voor gereguleerd vastgoed aangezien hier ook een redelijk tot goed rendement mee te realiseren viel. Aanvangsleegstand en de beperkte mutatie zorgden voor een stabiele investering. Door de alsmat stijgende verhuurderheffing in de afgelopen 4 jaar mijden investeerders liever dit woonproduct.

Diverse Nederlandse, maar ook buitenlandse investeerders, vinden onze woningmarkt overgereguleerd. Daarnaast is deze regelgeving niet stabiel en volgt de ene wijziging al snel de andere op. Van huurplafonds van maximaal 4,5% van de WOZ-waarde van minister Spies in 2013 tot het koppelen van de WOZ-waarde aan de WWS-punten, minister Blok 2015. Deze verscheidenheid aan (mogelijke) nieuwe regelgeving zorgt ervoor dat de markt even stil staat en afwacht wat de aanstaande regelgeving betreft en wat de uitwerking hiervan is op termijn. Dit heeft een beperkende factor op het handelen en draagt niet bij aan een goede marktwerking.

ANALYSENIVEAU 3: PRIJS

Woningcorporaties hebben een gesteld rendement van 3% bruto voor de niet-DAEB portefeuille tegen een 6% a 7% bruto rendement van een institutionele investeerder. De urgentie voor de woningcorporatie om meer rendement te genereren met desbetreffende portefeuille is lastig te inventariseren.

Enkele woningcorporaties geven aan dat de niet-DAEB portefeuille verder strekt dan rijtjeswoningen en appartementen met een huur van boven de € 710,68 per maand. Scholen, kerken, monumentaal bewerkelijk vastgoed, tennisbanen en dergelijke vallen ook in deze categorie en dit resulteert in een lager rendement. De soort registergoederen worden gekenmerkt door hoge exploitatielasten als bijvoorbeeld onderhoud en leegstandsrisico.

De lokale overheden die gronden uitgeven kunnen deels gestuurd gronden uitgeven. Dit heeft dan betrekking op de prijs van de grond en de daarbij horende voorwaarden. Moet er sociaal ontwikkeld worden, of middensegment huur en welke restricties worden hieraan gekoppeld. De waarde van grond wordt vaak vastgesteld middels de residuele grondwaardeberekening. Dit betekent dat vrije sector koop- en huurwoningen een hogere grondprijs opleveren. Gemeenten zullen naast de inkomsten een visie moeten ontwikkelen over de toekomstige woningvoorraad van hun stad en de huishoudens die hier willen en kunnen wonen.

Door de financiële positie van veel corporaties ten tijde van afgelopen crisis in combinatie met de in 2013 ingevoerde verhuurderheffing ontstond er een druk vanuit de woningcorporaties om samenwerking met institutionele investeerders te inventariseren. Daarnaast heeft het inperken van de subsidiering van de niet-DAEB activiteiten van de woningcorporaties voor een beperking gezorgd van beschikbare middelen. Ten tijde van desbetreffende periode merkten diverse institutionele beleggers dat er toenadering werd gezocht door de corporaties. Niet alleen voor het sluiten van een eenmalige stenentransactie maar de langdurige samenwerking waarbij in ieder geval snel financiële middelen beschikbaar kwamen voor de corporaties.

Al snel veranderde deze situatie door de snel aantrekkende woningmarkt. Daarnaast hadden diverse corporaties inmiddels reorganisaties doorgevoerd en werd er efficiënter gewerkt dan voorheen. Het aantrekken van extern geld was erg goedkoop geworden en huren werden maximaler geïndexeerd dan voorheen. De noodzaak om samen te werken was ver te zoeken.

4.1.3 Conclusie

De conclusies die getrokken kan worden uit het empirisch onderzoek is dat er op de diverse institutionele niveaus belemmeringen waar te nemen zijn die weer effect hebben op enkele andere institutionele niveaus.

In onderstaand figuur 4.1 is een schematisch overzicht opgenomen waar met + en – is aangegeven hoe actoren de disciplines beoordeelden.

	Vertrouwen	Regelgeving	Prijs
	-/-	+/-	+/-
Woningcorporatie	toegevoegde waarde institutionele is minimaal	40-40-20 is kans verhuurderheffing	cherry picking door beleggers
	+/-	-/-	-/-
Institutionele belegger		verhuurderheffing	corporaties hebben lagere rendementseis
		geen stabiliteit waardoor toetreders afhaken	
	+/-	+/+	+/-
Beleidsmakers	deel informatie en trends	regelgeving is noodzakelijk	repeterende marktwerking
	+/-	+/-	+/+
Externe toezichthouders	blijf in gesprek met elkaar		

Figuur 4.1: schematisch overzicht uitkomsten empirisch onderzoek

4.3 Analyse

In dit hoofdstuk wordt de praktijk vergeleken met de eerder genoemde theoretische kaders. Naar aanleiding van de waargenomen verschillen kan er vervolgens antwoord gegeven worden op de volgende en tevens laatste deelvraag;

Welke verandering is er vereist om tot een succesvol niet-DAEB fonds te komen?

4.4 Theorie versus de praktijk

De in hoofdstuk 4 benoemde resultaten van het empirisch onderzoek komen veelal niet overeen met het meest optimale theoretische proces zoals uitgediept in hoofdstuk 2, het theoretisch kader.

De voornaamste verschillen die zijn waargenomen spelen op het hoogste institutionele niveau. De belemmeringen op dit institutionele niveau hebben een enorme impact op de lagere niveau.

ANALYSENIVEAU 1: VERTROUWEN

Theorie

Samenwerking (lees; transacties) komen tot stand doordat partijen elkaar vertrouwen. Door samen te werken en oprecht in elkaar geïnteresseerd te zijn ontstaat er meer zekerheid en vertrouwen. Probeer elkaars cultuur te doorgronden en specifieke wensen en behoeften van je counterparty te begrijpen en accepteren.

Praktijk

Zoals in de inleiding aangehaald komt deze theoretische optimale theorie niet overeen met de waarnemingen naar aanleiding van het uitgevoerde empirisch onderzoek.

Institutionele beleggers en corporaties mijden en beconcurreren soms elkaar. Er is vaak wantrouwen waar te nemen onderling. Partijen zoeken niet de samenwerking en proberen elkaar niet te begrijpen en blijven bij de vooroordelen hangen.

Benodigde aanpassingen

Partijen zoeken elkaar op om samen een betere leefomgeving te realiseren.

ANALYSENIVEAU 2: REGELGEVING

Theorie

Instituten van formele aard geven institutionele beleggers en corporaties meer zekerheden. Deze zekerheden vertalen zich in een lager risicoprofiel. Door duidelijke en consistente regelgeving ontstaat er tevens meer vertrouwen wat een mogelijke transactie vergemakkelijkt.

Praktijk

Beleidsmakers voeren geen solide en duurzaam beleid wat resulteert in veel onzekerheid onder beleggers en het zogenaamde schrik-effect bij woningcorporaties. Deze conclusie uit het empirisch onderzoek is voornamelijk te wijten aan de input van institutionele beleggers en woningcorporaties. Toezichhouders en voornamelijk beleidsmakers gaven ook aan dat de impact van formele instituten significant is, maar waren minder negatief over de huidige output hiervan.

Benodigde aanpassingen

Beleidsmakers voeren een duidelijk en consistent beleid zodat actoren weten waar ze aan toe zijn. Dit resulteert in rust en vertrouwen in desbetreffende markt.

ANALYSENIVEAU 3: PRIJS

Theorie

Desbetreffende prijsinformatie is volledig beschikbaar. Partijen hebben de beschikbaarheid over volledige en betaalbare informatie wat eventuele transacties vergemakkelijkt. Desbetreffende actoren begrijpen elkaars doelstellingen, rendementseisen en wijze van waarderen.

Praktijk

Geconcludeerd kan worden dat op dit moment het aanbod niet voldoet aan de vraag. Er is momenteel veel kapitaal beschikbaar om te investeren tegen een beperkt aanbod wat op de markt wordt aangeboden. Het aantal transacties en het proces worden op deze manier belemmert. We spreken van een verkopersmarkt, waarin een verkoper dicteert. Gemeenten hebben hoge verwachtingen bij gronduitgiften en houden derhalve minder rekening met de wensen en behoeften van een woningcorporatie. De laatstgenoemde heeft regelmatig te maken met een onrendabele top in verband met de hoogte van de gereguleerde huren en zal minder kunnen betalen voor een m² bouwkvavel dan een institutionele belegger die in het vrije huursegment gaat verhuren. De onderhandeling tussen een gemeente die grond uitgeeft met een woningcorporatie moet begrijpen dat het doel wat desbetreffende nastreeft is anders is dan bij een belegger. Zowel in de hoogte van de huur als het indirect te behalen rendement bij bijvoorbeeld uitponden.

Het verwijt wat beleggers krijgen van corporaties dat er aan *cherry picking* wordt gedaan heeft alles te maken met prijs. De kwaliteit die een belegger wenst voor een bepaalde prijs heeft meer te maken met de doelstellingen op lange termijn dan dat desbetreffende corporaties wenst te benadelen, integendeel. Wederzijds begrip het begrijpen van die ander zijn bedrijfsmodel kan veel van deze vooroordelen wegnemen en uiteindelijk de transactie vergemakkelijken.

Benodigde aanpassingen

Meer complete danwel – waarschijnlijk anders utopische - volledige informatieverstrekking via formele instituties. Daarnaast transparantie in de transacties door publicatieplicht. Transacties kunnen effectiever tot stand komen hierdoor. Onderzoek van bijvoorbeeld Huysmans heeft dit reeds aan het licht gebracht bij vastgoedtransacties.

5. Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk worden de conclusies getrokken naar aanleiding van het onderzoek en geeft hiermee antwoord op de centrale onderzoeksvraag;

“Wat zijn de belemmeringen voor institutionele beleggers en woningcorporaties om tot een niet-DAEB vastgoedfonds te komen?”

In de tweede paragraaf worden de aanbevelingen nader omschreven en wordt als afsluiting een methodologische reflectie op het uitgevoerde onderzoek gepresenteerd.

5.1 Conclusies

Het bestaande wantrouwen tussen institutionele beleggers en woningcorporaties heeft geresulteerd in een situatie waarin partijen elkaar niet goed weten te vinden. Het wantrouwen is daarmee een beperking op het delen van informatie die de transactie op een meer optimale manier tot stand zou kunnen doen komen. Dit heeft niet alleen betrekking op het sluiten van vastgoedtransacties an sich, maar ook in het delen van kennis en het gezamenlijk optrekken in nieuwbouwwontwikkelingen en gebiedsvernieuwingen. Waar partijen elkaar kunnen versterken toont het empirisch onderzoek aan dat er soms concurrentie ontstaat en samenwerking ver te zoeken is. De voornaamste oorzaken hiervan die uit onderhavig onderzoek naar voren komen zijn:

- onbekendheid van corporaties en beleggers met elkaars cultuur. Hierdoor ontstaan onjuiste aannames en vooroordelen. Informele instituties lijken een onderschatte variabele die bepalend zijn voor een totstandkoming van een transactie.
- onvoldoende kennis van elkaars doelen, zowel financieel als maatschappelijk;
- gemeenten hebben niet voldoende kennis over de commerciële beleggers markt en reageren regelmatig te laat op marktomstandigheden;
- geen consistent woningbeleid op nationaal en lokaal overheidsniveau;
- het managen van DAEB-vastgoed vraagt een totaal andere strategie dan het managen van niet-DAEB-vastgoed.

Bovenstaande leidt tot noodzakelijke aanpassingen die noodzakelijk zijn om de belemmeringen tussen beleggers en corporaties weg te nemen:

- meer vertrouwen tussen partijen waardoor transacties soepeler tot stand komen en er flexibiliteit ontstaat om de juiste beslissingen te nemen in het geval er zich onverwachte zaken voor doen;
- een optimaler functionerende markt die dichter de formele – neoklassieke- marktprijs benaderd.

5.2 Aanbevelingen

In paragraaf 5.2 worden aanbevelingen gedaan per actor met als doel om de in hoofdstuk 5.1 gestelde doelen te kunnen realiseren.

Woningcorporaties

- investeer in contacten met institutionele beleggers. Dit kan door themasessies te organiseren rond dit vraagstuk. Alles begint daar met het creëren van begrip, het verduidelijken van handelswijzen en belangen en het vormen van vertrouwen op grond van de gedeelde informatie en grotere transparantie van actoren;
- actief deelnemen aan seminars over de woningmarkt in het algemeen. Vaak worden dit soort periodieke events door heel weinig corporaties bezocht. Aangezien zij vaak onderwerp van gesprek zijn is het verstandig om toe te lichten waarom de corporatiewereld bepaalde keuzen wel of niet maakt. Indirect geldt hier misschien ook de kracht van de aanwezigheid en het vinden en uiteraard delen van informatie door deze actoren in de collegezalen van de ASRE.
- sta open voor advies van institutionele beleggers omtrent de eigen portefeuille. Wat zouden zij anders doen met jouw vastgoed – vanuit hun andere perspectief. Nodig institutionele beleggers uit en laat ze haar ervaringen met jou delen over het managen van vastgoed, met name waar het niet-DAEB vastgoed betreft in eerste instantie;
- zoek elkaar op bij gebiedsontwikkelingen en versterk elkander om uiteindelijk meer optimale gemengde woonomgevingen te creëren waarin het belang van de woonconsument, de maatschappij en uiteindelijk zowel belegger als corporatie bij is gediend;

Institutionele beleggers

- investeer in contacten met woningcorporaties. Nodig medewerkers van corporaties uit en leg uit hoe commerciële marktpartijen vastgoed managen. Door te investeren in relaties en het wederzijds begrip weet je elkaar sneller te vinden indien zich een vraagstuk voordoet;
- betrek corporaties bij ontwikkelingen, ook als de gronduitgifte niet verplicht om gereguleerde woningen te ontwikkelen. Alsnog kunnen corporaties waarde toevoegen door cohesie in de wijk te genereren doormiddel van andere aspecten dan woningen;

Beleidsmedewerkers

- formuleer heldere en consistente regelgeving;
- betrek actoren in de woningmarkt bij het tot stand komen van regelgeving;
- maak transactiegegevens openbaar door bijvoorbeeld het Kadaster of een ander platform;

Externe toezichthouders van de woningcorporaties

- let in de communicatie erop dat je toezichthouder bent en niet de lobby van de corporatiewereld door bijvoorbeeld de cultuur te creëren ‘tegen de IVBN te moeten strijden’;
- communiceer transparant;

5.3 Reflectie

Gedurende dit onderzoek hebben diverse beleidsmakers dusdanige veranderingen doorgevoerd dat de impact hiervan pas op middellange termijn zichtbaar zal worden. Dit gaat over onder andere de verhuurderheffing die is verlengt en de komende jaren blijft gelden, het scheiden van DAEB en niet-DAEB activiteiten bij corporaties, de 40-40-20 regel in Amsterdam en de heffingsvrije voet vanaf 1 januari aanstaande van 50 woningen. Alles wijst erop dat de regelgeving strakker zal worden dat er onder druk verlangt wordt dat er efficiënter gewerkt gaat worden. De aanstaande vennootschapsbelasting voor corporaties heeft bijvoorbeeld een enorme impact op de netto rendementen. Het is ongewis of hoe de corporatie haar bedrijfsmodel hierop gaat aanpassen.

Tijdens het onderzoek werd duidelijk dat er geen concrete en reële casussen geweest zijn die bestudeerd konden worden. Dat is een beperking geweest op het inbrengen van specifieke, diepgaande praktijkkennis om de hoofdvragen meer robuust te kunnen beoordelen. Daar zou een bepaalde mate van biases kunnen worden omzeild die nu in de interviews hebben kunnen blijven bestaan.

Tijdens het empirisch onderzoek zijn tien experts geïnterviewd en hebben er meerdere meetings plaatsgevonden om de resultaten hiervan te evalueren. Dit beperkte aantal is weliswaar een volledig dekkend marktbeeld voor zover nu bekend. Overigens lijkt er een bepaalde mate van assymetrie te blijven bestaan wat betreft de volledige transparantie van plannen, meningen en strategieën. Niet onlogisch gezien de belangen, voor het onderzoek echter wel beperkend als het gaat om het 'achterste van de tong' waarmee een dekkend generalistisch en reëel beeld zou kunnen ontstaan. Tegelijkertijd ook deels metaforisch voor de conclusies die juist deze meer informele instituties zouden moeten bestrijden.

Bibliografie

- Aedes Vereniging voor woningcorporaties (2016). Kengetallen van de Nederlandse woningcorporaties. 2 februari 2017.
ABF. www.abfresearch.nl. 2017.
- Algemeen Dagblad (2016). Minister Blok: Woningcorporaties zijn gierig.
Opgehaald van:
<http://www.ad.nl/binnenland/minister-blok-woningcorporaties-zijn-gierig~a3ee96c1/>
- Amvest (2016). Platform Amsterdam middenhuur.
Opgehaald van:
<http://www.amvest.nl/nieuws/platform-amsterdam-middenhuur-opgericht/>
- Amvest (2017). Jaarverslag 2016.
- Arts J. (2014). Synergie door fondsvorming. Afstudeerscriptie, Nijmegen.
- Autoriteit woningcorporaties (2016). Verantwoordingsdocument consultatie scheiding DAEB/niet-DAEB. 18 maart 2017.
- Baarda B. (2009). Basisboek Kwalitatief Onderzoek, 3^e druk.
- Blijje B. en Pikoleit J. (2016). Volkshuisvestelijke voornemens woningcorporaties 2016-2020.
- Blok, drs. S.A. (2016). Interview Algemeen Dagblad 11 september 2016.
- Bouwinvest (2017). Jaarverslag 2016.
- Buitelaar E. (2013).
- Capital Value (2016). De woning(beleggersmarkt) in beeld 2016.
- Capital Value (2017). De woning(beleggersmarkt) in beeld 2017.
- Centraal bureau voor de statistiek. www.cbs.nl. 2017
- Coase R. (1937).
- Conijn, J.B.S. (2009). Op zoek naar een volgende stap voor corporaties.
CorporatieNL. www.corporatienl.nl. 2017
- Daggelders A. (2015). Samenwerking tussen corporaties en beleggers. Afstudeerscriptie, Delft.
- De Alliantie (2017). Jaarverslag 2016.
- De nieuwe woningwet (2016). De nieuwe woningwet november 2015. Opgehaald van
https://issuu.com/gebiedsontwikkeling.nu/docs/nieuwe_woningwet_nov2015.
- De Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed (2017).
Opgehaald van: <http://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?fileinfoID=281>
- Gebiedseconomie. Centraal Fonds Volkshuisvesting.
Opgehaald van: <http://www.gebiedseconomie.nl/content/c/centraal-fonds-volkshuisvesting>
- Hazeu C.A. (2014). Institutionele Economie, 2^e druk.
- Hendriks, P. (2015). Woningcorporaties worstelen met herwaardering woningbezit.
Opgehaald van: <https://www.ftm.nl/artikelen/woningcorporaties-worstelen-herwaardering-woningbezit?share=1>
- Hendrikse G.W.J. & Schreuder H. (1987). Drie organisatietheorieën.
- Inspectie Leefomgeving en Transport.
Opgehaald van: <https://www.ilent.nl/>
- Johan S.A.B (2017). The law and economics of private equity financing; empirical essays. Toronto
- Fligstein, N. (2001). *The architecture of markets*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Leibenstein H. (1978).
- McCahery A. (2016). The law and economics of private equity financing.
- Mitros (2017). Jaarverslag 2016.
- North D. (1990).
- Markowitz H. (1952). Moderne portefeuille theorie.
- Parlement en Politiek (2017).
Opgehaald van: http://www.parlement.com/id/vh8lnhrp8wsn/kabinet_pierson_1897_1901
- Parlementaire enquête Woningcorporaties (2017).
Opgehaald van: <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-33606-8.html>
- Planbureau voor de leefomgeving. www.pbl.nl. 2017.
- Rijksoverheid (2017). De verdeling van koop- en huurwoningen in Nederland.
Opgehaald van: https://syswov.datawonen.nl/Jive?sel_guid=8e968e87-4239-4ca4-bdfa-d9f6743cd077
- Ronteltap C. (2016).
- Scanlon K. & Whitehead C. (2017). International Journal of Housing Policy.
- Slobbe, A.P. (2002). Opting out: oplossing of illusie?, afstudeerscriptie, Delft.
- Sweco, Bontrop E. (2017). Paper 'impuls voor huurwoningmarkt'.
Opgehaald van: <http://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2017/3/zekere-impuls-voor-huurwoningmarkt-dankzij-verkiezingsuitslag-101119869>
- Ter Bogt H.J. (1998).
- Van den Berg C. (2014). Een gemengd Woningfonds. Afstudeerscriptie, Delft
- Hekkenberg, E. en Van der Post W.J. (2011).
- Van Gool P. (2013).
- Van Hoek Gerritsen S. (2017).
- Vastgoedjournaal (2016). Amvest schiet corporaties te hulp met woningfonds voor niet-DAEB bezit. 4 februari 2017.
- Vereniging eigen huis. www.eigenhuis.nl. 2017.
- Vesteda (2017). Jaarverslag 2016.
- Visscher, A. (2011). Corporaties en beleggers. Wat kunnen zij voor elkaar betekenen?, afstudeerscriptie, Den Haag.
- Waarborg Sociale Woningbouw. www.wsw.nl. 2017
- Williamson O.E. (1985). De vierlagen structuur van instituties.
- Woningwet 2015 (2017).
Opgehaald van: <http://www.woningwet2015.nl/>
- Woonforte (2017). Jaarverslag 2016.
- Yuen O.H.C. (2013). Grondtransacties voor beleggershuur. Afstudeerscriptie MSRE, Veghel.
- Zeeuw F. (2009). Zij maakt het verschil. Paper TU Delft.

Bijlage I: Gespreksverslagen interviews

INSTITUTIONELE BELEGGER

1. Prijs

Prijs, hoeveelheden, vraag en aanbod

Wordt er geïnvesteerd in niet-geliberaliseerde huurwoningen?

2. Zo ja, hoe wordt dit gemanaged ten opzichte van de geliberaliseerde huurwoningen?
3. Middels welke methodiek wordt het vastgoed gewaardeerd?
4. Wat voor type woningvastgoed wordt er aangekocht en wat verkocht?
5. Wat voor een volumes worden er jaarlijks aangekocht en verkocht?
6. Welke actoren in de woningbeleggingsmarkt kunnen bijdragen aan het tekort in het middensegment huur
7. Wat kan de toegevoegde waarde zijn van een woningcorporatie?
8. Wat zijn de financiële rendementen die nagestreefd worden?
9. Wat kan de toegevoegde waarde zijn van het niet-DAEB vastgoed van woningcorporaties voor de onderneming?
10. Wat is de meerwaarde van niet-DAEB woningfonds met een woningcorporatie waarbij de corporatie het vastgoed in bezit houdt?

2. Vertrouwen (informele instituties)

cultuur, tradities, gewoontes, waarden en normen, beschikbaarheid van informatie

1. Hoe wordt de (eventuele) samenwerking ervaren met woningcorporaties?
2. Hoe wordt de samenwerking met woningcorporaties vorm gegeven?
3. Wat is jouw mening over de waarderingsmethodiek van woningcorporaties?
4. Wie is de klant en zijn die in doelgroepen in te delen?
5. Met welke actoren binnen de woningbeleggingsmarkt wordt er goed samen gewerkt en met welke minder goed?
6. Wat is het onderscheidende vermogen van de onderneming?
7. Hoe is het huidige vastgoedmanagement gefaciliteerd op portefeuille, asset en technisch niveau?
8. Hoe kan een gezamenlijk woningfonds met een woningcorporatie het best worden vormgegeven?

3. Regelgeving (formele instituties)

formele instituties, contracten, politiek, rechterlijke macht

1. Wat is uw mening over het huidige WWS-punten systeem?
2. Wat zijn de belemmeringen en kansen met betrekking tot de huidige regelgeving waaraan de huurwoningmarkt in Nederland onderhevig is?
3. Wat zijn de kansen en bedreigingen met betrekking tot de huidige regelgeving waaraan de huurwoningmarkt in Nederland onderhevig is?

WONINGCORPORATIE

1. Prijs

Prijs, hoeveelheden, vraag en aanbod

1. Middels welke methodiek wordt het vastgoed gewaardeerd?
2. Wat voor type woningvastgoed wordt er aangekocht en wat verkocht?
3. Wat voor een volumes worden er jaarlijks aangekocht en verkocht?
4. Wat zijn de financiële rendementen die nagestreefd worden?
5. Wat zijn de maatschappelijke rendementen die nagestreefd worden en hoe worden deze meetbaar gemaakt?

2. Vertrouwen (informele instituties)

cultuur, tradities, gewoontes, waarden en normen, beschikbaarheid van informatie

1. Hoe wordt de (eventuele) samenwerking ervaren met institutionele beleggers?
2. Hoe wordt de samenwerking met institutionele beleggers vorm gegeven?
3. Wie is de klant en zijn die in doelgroepen in te delen?
4. Hoe wordt er omgegaan met de zogenaamde scheefwoners?
5. Met welke actoren binnen de woningbeleggingsmarkt wordt er goed samen gewerkt en met welke minder goed?
6. Welke actoren in de woningbeleggingsmarkt kunnen bijdragen aan het tekort in het middensegment huur?
7. Hoe is het huidige vastgoedmanagement gefaciliteerd op portefeuille, asset en technisch niveau?
8. Wat is het onderscheidende vermogen van de woningcorporatie?
9. Wat kan de toegevoegde waarde zijn van het managementplatform van institutionele beleggers voor de woningcorporatie?
10. Wat is de meerwaarde van een niet-DAEB woningfonds met een institutionele belegger, waarbij de woningcorporatie het vastgoed in bezit houdt?

3. Regelgeving (formele instituties)

formele instituties, contracten, politiek, rechterlijke macht

1. De vernieuwde Woningwet, die op 1 juli 2015 in werking is getreden, verplicht woningcorporaties de niet-sociale huisvestingsactiviteiten te splitsen. Is het vastgoed juridisch of administratief gesplitst?
2. Wat is de impact geweest van de in 2013 ingevoerde verhuurderheffing?
3. Wat is uw mening over het huidige WWS-punten systeem?
4. Wat zijn de kansen en bedreigingen met betrekking tot de huidige regelgeving waaraan de huurwoningmarkt in Nederland onderhevig is?

1. Prijs

Prijs, hoeveelheden, vraag en aanbod

1. Wat is de verwachting aangaande de verdeling tussen koop- en huurwoningen in Nederland?
2. Wat voor een uitwerking heeft de nieuwe Woningwet gehad op het aanbod van huur- en koopwoningen
- 3.

2. Vertrouwen (informele instituties)

cultuur, tradities, gewoontes, waarden en normen, beschikbaarheid van informatie

1. Hoe worden de initiatieven tussen woningcorporaties en institutionele beleggers beoordeeld?
2. Hoe kan de samenwerking tussen deze twee actoren geïntensiveerd worden?
- 3.

3. Regelgeving (formele instituties)

formele instituties, contracten, politiek, rechterlijke macht

1. Welk positieve effecten heeft de nieuwe Woningwet van 2015 gehad?
2. Welk negatieve effecten heeft de nieuwe Woningwet van 2015 gehad?
3. Wat zijn actuele onderwerpen waarmee woningbeleggers in de nabije toekomst mee te maken gaan krijgen in meer of mindere mate?
4. Wat is uw mening over het huidige WWS-punten systeem?

EXTERNE TOEZICHTHOUDERS WONINGCORPORATIES

1. Prijs

Prijs, hoeveelheden, vraag en aanbod

1. Wat is de verwachting aangaande de verdeling tussen koop- en huurwoningen in Nederland?
2. Wat voor een uitwerking heeft de nieuwe Woningwet gehad op het aanbod van huur- en koopwoningen
- 3.

2. Vertrouwen (informele instituties)

cultuur, tradities, gewoontes, waarden en normen, beschikbaarheid van informatie

1. Hoe worden de initiatieven tussen woningcorporaties en institutionele beleggers beoordeeld?
2. Hoe kan de samenwerking tussen deze twee actoren geïntensiveerd worden?
- 3.

3. Regelgeving (formele instituties)

formele instituties, contracten, politiek, rechterlijke macht

1. Welk positieve effecten heeft de nieuwe Woningwet van 2015 gehad?
2. Welk negatieve effecten heeft de nieuwe Woningwet van 2015 gehad?
3. Wat zijn actuele onderwerpen waarmee woningbeleggers in de nabije toekomst mee te maken gaan krijgen in meer of mindere mate?
4. Wat is uw mening over het huidige WWS-punten systeem?

Kernregio
Strategie
Doelgroep
Geïnterviewde

el van

Gemeente Alphen aan den Rijn
Rob Donninger, directeur-bestuurder Woonforte

Institutionele beleggers	Vesteda
Geschiedenis	Door een herstructurering van het grootste pensioenfonds van Nederland, ABP (Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds), is Vesteda opgericht. Het woningfonds van Vesteda heeft inmiddels 18 institutionele beleggers die deelnemen aan dit fonds
Volume	23.000 wooneenheden
Kernregio	Nederland
Strategie	
Doelgroep	
Geïnterviewde	Gertjan van der Baan, CEO Vesteda

Institutionele beleggers	Amvest
Geschiedenis	Dit vehicle is ontstaan uit een joint venture tussen Aegon en PfZW. Inmiddels managed Amvest drie fondsen met diverse aandeelhouders. De fondsen zijn Amvest Residential Core Fund, Amvest Residential Dynamic Fund en het Amvest Living & Care Fund.
Volume	20.000 huurwoningen
Kernregio	Nederland
Strategie	
Doelgroep	
Geïnterviewde	Dennis Wedding, portefeuillemanager Amvest

Institutionele beleggers	Bouwinvest
Geschiedenis	In 1952 is Bouwinvest ontstaan. Toen exclusief werkzaam en verbonden aan het pensioenfonds voor de Bouw, bpfBouw. Sinds 2003 staat Bouwinvest open voor andere investeerders en beheert inmiddels in Nederland 5 sectorfondsen bestaande ten behoeve van meerdere aandeelhouders.
Volume	15.500 wooneenheden
Kernregio	Nederland. Ik het buitenland hebben inmiddels al wel de eerste indirecte aankopen/ deelnemingen plaatsgevonden
Strategie	
Doelgroep	
Geïnterviewde	Hielke Bokma, acquisitiemanager Bouwinvest

Beleidsmedewerkers	Nationale overheid
Instituut	
Geschiedenis	
Kerntaak	
Bevoegdheden	
Geïnterviewde	Martijn Eskinasi, onderzoeker Planbureau voor de Leefomgeving

Beleidsmedewerkers	Lokale overheid
Instituut	Gemeente Amsterdam
Geschiedenis	
Kerntaak	
Bevoegdheden	
Geïnterviewde	Laurens Ivens, wethouder Bouwen, Wonen en Dierenwelzijn Amsterdam

Externe toezichthouders	Vereniging van toezichthouders in woningcorporaties
Instituut	
Geschiedenis	
Kermtaak	
Bevoegdheden	
Geïnterviewde	Albert Kerssies, verzoek is ingediend

Externe toezichthouders	Ministerie van Binnenlandse Zaken
Instituut	
Geschiedenis	
Kermtaak	
Bevoegdheden	
Geïnterviewde	Verzoek tot contact ingediend

COLOFON



CONTACT

Arnold Doornewaard
Bovensingel 13
8266 BS Kampen
06-53591415
a.doornewaard@gmail.com

BEGELEIDERS

1e begeleider Wim van der Post
2e begeleider Arthur Marquard

OPLEIDING

Amsterdam School of Real Estate
Master in Real Estate
1 september 2017
www.vastgoedkennis.nl

STATUS: DEFINITIEF