

RENDEMENTSEIS VOOR WONINGCORPORATIES

De zoektocht naar een redelijk rendement voor DAEB-
investeringen

Dennis Pronk

MRE master thesis

Amsterdam School of Real Estate

november 2019

1^e beoordelaar drs. A.R. Marquard

2^e beoordelaar drs. W.J. van der Post

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie over een redelijke rendementseis voor corporaties. Toen het tijdens de colleges ging over investeringen en rendementen, verwonderde ik me altijd hoe dit bij een corporatie werkt. Als een investeringsvoorstel de rendementseis niet haalt, veegt een commerciële vastgoedbelegger deze direct van tafel, corporaties voeren deze dan – in de meeste gevallen – wel gewoon uit. Vanuit volkshuisvestelijke of maatschappelijke belangen accepteert een corporatie per definitie een lager rendement dan commerciële beleggers. Hier is niets mis mee - corporaties maken financiële offers om mensen met lage inkomens te kunnen huisvesten. Deze financiële offers mogen alleen niet de financiële continuïteit van een corporatie in gevaar brengen. Al jaren is de corporatiesector op zoek naar een goede balans tussen een maatschappelijk- en financieel rendement. Niet alleen intern bij mijn eigen werkgever Vestia, maar ook bij de collega corporaties die ik bezocht voor mijn onderzoek, merkte ik dat deze zoektocht actueel is.

Tegelijkertijd betekent deze scriptie het eindpunt van de opleiding Master of Real Estate. Een opleiding die ik de afgelopen twee jaar met veel plezier heb gevolgd. Ik heb enorm veel geleerd van de docenten die de colleges gaven en heb ook vooral veel gelachen met mijn medestudenten. Deze jaren waren ook een uitdaging om studie, werk, mijn sociale leven en mijn gezin te combineren. Ik wil dan ook iedereen bedanken voor het geduld dat ze met mij hadden in deze periode. In het bijzonder wil ik mijn vriendin Tamara bedanken voor het runnen van het gezin, terwijl ik op mijn zolderkamer zat te blokken. Maar ook mijn kids Noah en Fely verdienen een pluim omdat ze tijd met hun vader hebben moeten missen. Zonder jullie had ik dit nooit kunnen en is het net zo goed jullie verdiensten als de mijne. Daarnaast wil ik Hans Lijmbach van Vestia bedanken die het mogelijk heeft gemaakt dat ik deze opleiding kon volgen. Collega Paul Tazelaar voor de uren die je in mij geïnvesteerd hebt om me als bouwkundige wegwijs te maken in de wondere wereld van rendementen. En 'last but not least' mijn scriptiebegeleider Arthur Marquard, niet alleen voor zijn prettige en scherpe manier van meedenken maar ook voor het meerdere malen terugzetten op het juiste spoor. Allemaal super bedankt!

Heel veel leesplezier en succes met de zoektocht naar een redelijk rendement.

Dennis Pronk

Den Haag, november 2019

Management samenvatting

De corporatiesector staat voor verschillende maatschappelijke opgaven. Niet alleen moet de corporatiesector 2,4 miljoen woningen voor 2050 verduurzamen. Ook moeten zij zorgen voor voldoende betaalbare woningen want anno 2019 is het tekort aan sociale huurwoningen opgelopen tot circa honderdduizend. Daarnaast zijn de belastingheffingen als gevolg van de verhuurderheffing, Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD) en de vennootschapsbelasting (VPB) naar recordhoogte gestegen. Dit alles zorgt ervoor dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staat. De ambities die corporaties en haar stakeholders hebben, lijken groter dan de investeringskracht die zij hebben. Hierdoor is de zoektocht naar een redelijk rendement actueler dan ooit. De investeringen mogen niet ten koste gaan van de huurders met de laagste inkomens en de financiële continuïteit van de corporaties moet gewaarborgd blijven. Hiermee staat de volgende vraag centraal in dit onderzoek:

Op welke wijze kan een corporatie een rendementseis formuleren voor investering in het DAEB-segment, waarbij de risico's zo valide mogelijk tot uitdrukking komen en de financiële continuïteit van de corporatie gewaarborgd blijft?

Dat het bepalen van een rendementseis een ingewikkeld proces is, toont empirisch onderzoek naar dit onderwerp aan. Er bestaan verschillende manieren om tot een rendementseis te komen. Afhankelijk van het type vastgoed geldt normaliter hoe risicovoller het exploitatierisico, des te hoger het verlangde rendement. De Weighted Average Cost of Capital (WACC) is een methode die in de *corporate finance* alom geprezen is. Vanuit de theorie blijkt dat er wat betreft de toepasbaarheid van de WACC binnen gereguleerde sectoren twee stromingen bestaan. Boot & Ligterink deden hier onderzoek naar en kwamen tot de conclusie dat de WACC niet toepasbaar is voor dergelijke ondernemingen. Zij zetten vooral vraagtekens bij de meetbaarheid van de onderliggende parameters en de bèta zelf. Aansluitend hierop hebben Gils & Swagerman vervolgonderzoek uitgevoerd of de WACC, corporaties kan helpen bij de zoektocht naar een goed rendement. Ondanks dat Boot & Ligterink sceptisch waren over de toepasbaarheid van de WACC, zien Gils & Swagerman voldoende mogelijkheden om de zoektocht naar een goed rendement middels de WACC-methodologie op te lossen. Waar Boot & Ligterink het juist opvallend vinden hoe algemeen de WACC is ingeburgerd, vinden Gils & Swagerman het juist opmerkelijk dat de WACC nog niet is ingeburgerd binnen de corporatiesector.

Corporaties zijn jaarlijks verplicht om een meerjarige begroting aan te leveren bij de toezichthouders de Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Aan de hand van deze meerjarenbegroting, waarin de geprognosticeerde kasstromen zijn opgenomen, leidt dit tot een viertal financiële ratio's. Deze ratio's zijn de Interest Coverage Ratio (ICR), Loan To Value (LTV), solvabiliteit en de dekkingsratio waaraan de toezichthouders minimale normen stellen. Zodra de corporaties binnen deze normen blijven, veronderstelt men dat de financiële continuïteit van de corporatie gewaarborgd is.

Het praktijkonderzoek is uitgevoerd onder de vijf grootste corporaties van Nederland aangevuld met een middelgrote en twee consultancybureaus actief in de sector. Tijdens dit onderzoek zijn de resultaten uit het empirisch onderzoek getoetst aan de praktijk door het houden van interviews. Het praktijkonderzoek toont aan dat corporaties eerst een rendementseis op bedrijfsniveau bepalen op basis van de WACC. Hierbij maken zij een pragmatische keuze om het rendement op eigen vermogen gelijk te stellen aan de inflatie of aan de bouwkostenindex. Bewust kiezen ze ervoor om ingewikkelde theorieën als de CAPM niet toe te passen omdat deze te complex zijn en niet uit te leggen valt aan mensen die aan projecten werken. Deze complexiteit en theoretische uitgangspunten zijn precies de misvattingen die Boot & Ligterink concluderen in hun onderzoek. Dit concluderende is de WACC voor corporaties niet geschikt voor het bepalen van een rendementseis.

Corporaties zijn vervolgens uniek in het vertalen van de WACC-rendementseis op bedrijfsniveau naar een rendementseis waarmee zij investeringsvoorstellen beoordelen. Alle corporaties lijken wel een voorkeur te hebben voor de IRR maar hanteren deze allemaal op een eigen unieke manier. Waar de ene corporatie een voorkeur heeft voor een IRR-markt met een exploitatie van vijftien jaar, heeft de ander dat voor IRR-beleid met een exploitatie van vijftig jaar. Zolang de beslissers weten waar zij naar kijken en zij appels met appels vergelijken, hoeft dit geen probleem te zijn.

Doorgaans werken corporaties met een meerjarenbegroting waarin voor minimaal tien jaar het beleid en de ambities van de corporaties zijn vertaald naar kasstromen. Corporaties zoeken hierbij, wat betreft de financiële continuïteit, de grenzen op die de Aw en het WSW stellen. Doordat corporatie in principe geen winstoogmerk hebben, lijkt dit ook een legitieme redenatie. Hiermee maken de toezichhouders feitelijk de strategische keuze voor de corporatie over de ontwikkeling van het eigen- en vreemd vermogen. Als de ambities en het beleid passen binnen de ratio's is de financiële continuïteit geborgd. Is dit niet het geval moet de corporaties haar ambities bijstellen.

Ortec Finance maakte onlangs, in samenwerking met zestien kleine corporaties, een financieel afwegingskader waarmee corporaties investeringsvoorstellen kunnen toetsen. Dit kader bestaat uit een aantal financiële parameters die inzicht geven in het effect van dat ene investeringsvoorstel op de financiële ratio's. Tijdens de interviews is dit principe aan de respondenten voorgelegd met de vraag of zij dit kader ook kunnen toepassen. De uitkomst hiervan was dat de effecten van een individueel project te klein zijn op de ratio's bij (middel)grote corporaties. Hiervoor is het volume van de totale investeringsportefeuille te omvangrijk. Een negatief financieel resultaat op een individueel project beperkt zich alleen tot dat project en heeft verder geen gevolgen voor het bedrijfsresultaat.

Politieke onvoorspelbaarheid maakt het werkveld waarbinnen corporaties moeten opereren er niet makkelijker op. Deze onvoorspelbaarheid uit zich onder andere in de alsmaar oplopende belastingheffingen voor corporaties. Met name in de grootstedelijke gebieden waar de 'nood' het grootst is, voelen de corporaties deze 'pijn' het hardst. Wat hierbij ook niet helpt is dat de (ver)bouwkosten vanaf 2016 met meer dan 20% zijn gestegen. Dit zijn

allemaal factoren en risico's die de volkshuisvestelijke doelstellingen van de corporatiesector in gevaar brengen. Naast de corporaties geeft ook de Aw in het Sectorbeeld 2018 aan dat het verdienmodel van corporaties in gevaar is en dat verdere verslechtering dreigt. Dat er iets moet veranderen lijkt evident en de sector moet hier samen met de overheid een oplossing voor zoeken. De corporatiesector te dwingen een te grote opgaven op te pakken en niets aan het verdienmodel te veranderen, leidt vroeg of laat tot problemen.

Voordat een corporatie een rendementseis bepaalt, moeten zij eerst een strategische keuze maken over de ontwikkeling van hun vermogensposities. Hoe moet het eigen- en vreemd vermogen zich de komende vijftien tot twintig jaar ontwikkelen, gegeven de ambities die de corporatie en stakeholders hebben? Deze ambitie moeten zij vertalen naar een meerjarenbegroting die uiteindelijk leidt tot de financiële ratio's. Past deze ambitie binnen de normen die de toezichthouders stellen, kunnen zij deze waarmaken. Zo niet, dan moet de corporatie de ambitie naar beneden bijstellen. Het is wel aan te bevelen om niet exact de normen van de toezichthouders als absolute ondergrens aan te houden maar wel enige marge te houden. Door het creëren van een buffer kunnen corporaties eventuele scenario's of tegenvallers opvangen. Hoe de corporaties de ontwikkeling van de vermogensposities vertalen naar een rendementseis, is eigenlijk niet zo relevant. Het onderzoek toont wel aan dat de respondenten een voorkeur hebben voor de IRR. Een optie is daarbij om een IRR-beleid en een IRR-markt als beoordelingscriteria te hanteren met meerdere signaleringsparameters uit het kader van Ortec Finance. Hiermee heeft een corporatie een rendementseis die duiding geeft over de ontwikkeling van de vermogensposities, plus een kader waarmee zij investeringen in het DAEB-segment kunnen toetsen.

Inhoudsopgave

VOORWOORD	I
MANAGEMENT SAMENVATTING	II
1 INLEIDING	1
1.1. AANLEIDING VOOR HET ONDERZOEK	1
1.2. PROBLEEMSTELLING	2
1.3. DOEL VAN HET ONDERZOEK	2
1.4. CENTRALE VRAAGSTELLING	2
1.5. DEELVRAGEN	3
1.6. DE ONDERZOEKSMETHODE	3
1.7. AFBAKENING EN GENERALISEERBAARHEID	4
1.8. RELEVANTIE	5
1.9. LEESWIJZER	5
2 THEORETISCHE ASPECTEN VAN DE BEPALING VAN EEN RENDEMENTSEIS	7
2.1 HET BEPALEN VAN EEN RENDEMENTSEIS	7
2.2 BEOORDELINGSKADER	11
2.3 ONDERZOEK ORTEC FINANCE	14
2.4 SAMENVATTING	16
3 ONTWIKKELINGEN EN STRATEGISCHE RISICO'S IN DE CORPORATIESECTOR	19
3.1 WAARDEONTWIKKELING MARKTWAARDE EN DE BEDRIJFSWAARDE	19
3.2 ONTWIKKELING VAN DE FINANCIËLE RATIO'S	20
3.3 STRATEGISCHE RISICO'S CORPORATIESECTOR	20
3.4 SAMENVATTING	27
4 METHODOLOGISCHE VERANTWOORDING	29
4.1 VERKENNEND INTERVIEW	29
4.2 INTERVIEWS TIJDENS PRAKTIJKGERICHT ONDERZOEK	30
4.3 RESPONDENTEN	31
4.4 REPRESENTATIVITEIT STEEKPROEF	32
4.5 DE RESULTATEN	32
5 ANALYSE ONDERZOEKRESULTATEN	38
5.1 ANALYSE RENDEMENTSEIS	38
5.2 ANALYSE FINANCIËLE CONTINUÏTEIT	43
5.3 ANALYSE STRATEGISCHE RISICO'S CORPORATIESECTOR	49
5.4 EINDCONCLUSIE ANALYSEHOOFDSTUK	55

6	CONCLUSIE, DISCUSSIE EN AANBEVELING VOOR VERVOLGONDERZOEK	57
7	PERSOONLIJKE REFLECTIE	62
	BIBLIOGRAFIE	63
	BIJLAGE 1 UITWERKING INTERVIEWS	1
	VERSLAG INTERVIEW N. KORNEGOOR, FINANCE IDEAS	1
	VERSLAG INTERVIEW Y. UNLU, YMERE	7
	VERSLAG INTERVIEW W. DEBETS, PORTAAL	13
	VERSLAG INTERVIEW P. TAZELAAR, VESTIA	23
	VERSLAG INTERVIEW J. DE RUITER, PARTEON	29
	VERSLAG INTERVIEW T. VERHAGEN, R. BOER EN G. GREVELINK, EIGEN HAARD	35
	VERSLAG INTERVIEW S. KÖHLER, DE ALLIANTIE	42
	VERSLAG INTERVIEW J. EIJUSVOGELS, ORTEC FINANCE	47

1 Inleiding

1.1. Aanleiding voor het onderzoek

De verdien capaciteit van corporaties staat onder druk, zo concludeert de toezichthouder Autoriteit Woningcorporaties (Aw) (2018). In ditzelfde stuk waarschuwt de Aw dat een verdere verslechtering dreigt door macro-economische ontwikkelingen. Naast de verdien capaciteit is ook aan de kostenkant sprake van een toename onder invloed van onder meer rijksbeleid. Voorbeelden hiervan zijn de focus op betaalbaarheid in het gevoerde huur- en toewijzingsbeleid, de ingevoerde vennootschapsbelasting en de verdere stijging van de verhuurderheffing (Veenstra e.a., 2016, p. 60; Conijn, 2018). Stijgende bouwkosten en WOZ-waarden leiden tot een verdere verslechtering. Ook hebben de fiscale ontwikkelingen rondom de vennootschapsbelasting en de vermindering van de aftrekbaarheid van rentelasten (ATAD) een negatieve invloed op de kasstromen. Door de ongunstige financiële ontwikkelingen zijn de financiële mogelijkheden van corporaties dus beperkt (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 12).

Tegelijkertijd lijkt er sprake van een hoog verwachtingspatroon door overheid en maatschappij voor corporaties. Naast het traditionele huisvesten van mensen met een laag inkomen is ook de verwachting uitgesproken dat corporaties het voortouw nemen in de verduurzaming van de sociale woningvoorraad en dat ze voldoende betaalbare woningen bouwen. Corporaties lijken - onder de huidige omstandigheden - niet al deze plannen uit te kunnen voeren.

In maart 2015 stemden de Eerste en Tweede kamer in met de nieuwe woningwet. Deze herziene wet is opgesteld naar aanleiding van de parlementaire enquête woningcorporaties. Het doel van deze wet was het creëren van duidelijkheid op de woningmarkt door heldere spelregels voor sociale huur (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2015). Een belangrijk onderdeel van deze nieuwe wetgeving was dat corporaties hun diensten van algemeen economisch belang, (DAEB), en commerciële activiteiten, (niet-DAEB), van elkaar moesten scheiden. Hiermee dwong de wetgever de corporaties zich te concentreren op het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen. Een ander belangrijk onderdeel van de nieuwe woningwet was de invoering van de waardering op marktwaarde. Voorheen waardeerden corporaties hun vastgoed conform de waarderingmethodiek van de bedrijfswaarde.

De kasstromen van de corporatiesector lijken dus te stabiliseren of zelfs te verslechteren en volgens Conijn (2018) ziet politiek Den Haag niet in wat zij aanrichten. Conijn (2018) verwacht zelfs dat de problemen onder de huidige omstandigheden eerder groter worden dan kleiner. Het is dan ook evident dat corporaties de gewenste ambities simpelweg niet kunnen en moeten willen waarmaken (Conijn, 2018). Corporaties moeten volgens Conijn (2018) prioriteiten stellen maar boven alles moeten zij zich met hun kerntaken bezighouden.

Een belangrijk onderdeel van dit prioriteren is om tot een optimale afweging van investeringsvoorstellen te komen. Elementair onderdeel hiervan is de rendementseis die corporaties hanteren. Als maatschappelijke

instelling hanteren corporaties een niet marktconforme rendementseis. Op dit moment ontbreekt het echter aan inzichten in de wijze waarop deze eis tot stand komt bij corporaties.

1.2. Probleemstelling

Verschillende ontwikkelingen binnen de sector en macro-economische ontwikkelingen leidden ertoe dat corporaties de rendementseis en het daarbij behorende financiële beoordelingskader heroverwegen. Dat corporaties moeten en willen investeren in duurzaamheid en nieuwe woningen is evident. Maar hoe kunnen corporaties nu de juiste investeringsbeslissingen nemen zodat de financiële continuïteit niet in gevaar komt. De sector maakte de afgelopen jaren al voldoende schandalen mee en het omvallen van corporaties is niet gewenst. Het rendement-denken is sinds een aantal jaar binnen de corporatiesector algemeen gedachtengoed geworden. Hierdoor is het in de corporatiesector gebruikelijk om investeringen te beoordelen op basis van het te verwachten rendement. Doordat corporaties de huidige rendementseisen niet meer halen, moeten de corporaties of de rendementseis of de ambities bijstellen. Wanneer een verwacht rendement van een investeringsvoorstel lager is dan de rendementseis, is, vanuit een financieel oogpunt een 'no-go' een logisch besluit. Op deze manier zullen veel investeringsvoorstellen sneuvelen die maatschappelijk gezien toch noodzakelijk zijn. Dit is ook het verschil tussen een corporatie en een commerciële belegger. Bij corporaties spelen nu eenmaal maatschappelijke- en volkshuisvestelijke belangen mee in de afweging van een investeringsvoorstel. Om de 'investeringsmotor' op gang te houden, is het van belang om investeringsvoorstellen goed en verantwoord te beoordelen. Al mag het op gang houden van de 'investeringsmotor' geen doel op zich zijn want de investeringen moeten gepaard gaan met een verantwoorde financiële huishouding. Hiervoor hebben corporaties niet alleen een goed financieel beoordelingskader nodig maar ook een rendementseis die past bij investeringen in het DAEB-segment en de daarbij behorende risico's.

1.3. Doel van het onderzoek

Het doel van het onderzoek is inzicht krijgen in de manieren waarop een woningcorporatie verantwoord een rendementseis kan bepalen en verantwoord een investeringsbesluit voor het DAEB-segment kan nemen. Belangrijk hierbij is dat de corporaties voldoende rekening houden met het risicoprofiel dat past bij de sector en het DAEB-segment. Boven alles mag de financiële continuïteit van een corporatie niet in gevaar komen.

1.4. Centrale vraagstelling

Hiermee luidt de centrale vraag van dit onderzoek:

“Op welke wijze kan een corporatie een rendementseis formuleren voor investeringen in het DAEB-segment waarbij de risico's zo valide mogelijk tot uitdrukking komen en de financiële continuïteit van de corporatie gewaarborgd blijft? “.

1.5. Deelvragen

Om deze centrale vraag te beantwoorden, moeten eerst de onderstaande deelvragen beantwoord worden:

- 1) Wat verstaan corporaties en de toezichthouders onder financiële continuïteit?
- 2) Welke strategische risico's voorzien de corporaties die de volkshuisvestelijke doelstellingen in gevaar brengen en van invloed zijn op de rendementseis?
- 3) Op welke manieren komen corporaties nu tot een rendementseis en verhoudt deze rendementseis zich tot de financiële continuïteit en de gelopen risico's?
- 4) Is het financieel beoordelingskader van Ortec Finance toepasbaar voor alle corporaties?

Deelvraag 1 over de financiële continuïteit wordt in hoofdstuk 2 beantwoord. Welke strategische risico's de sector voorzien; deelvraag 2, wordt in hoofdstuk 3 beantwoord. Het antwoord van deelvraag 3 komt in hoofdstuk 4 aan bod en deelvraag 4 wordt in hoofdstuk 5 beantwoord.

1.6. De onderzoeksmethode

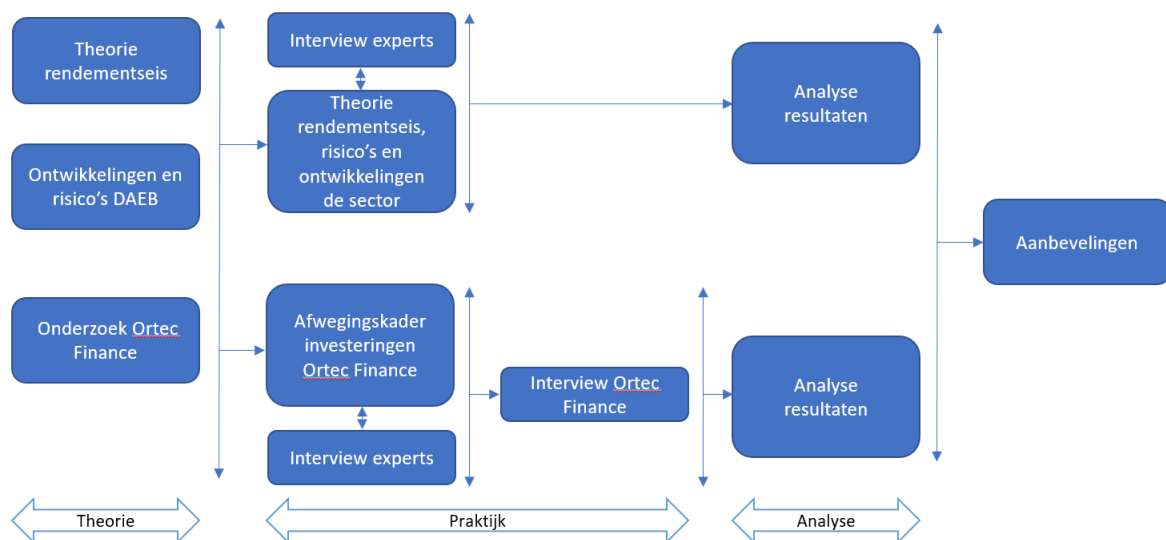
De centrale vraag van dit onderzoek is van exploratieve aard en rechtvaardigt daarmee de keuze voor een kwalitatief onderzoek (van der Velde e.a., 2012, p. 44). Alhoewel het berekenen van een rendementseis en de financiële beoordeling daarvan een kwantitatieve exercitie blijft, is voor dit onderzoek gekozen voor een kwalitatief onderzoek. Doordat corporaties veelal investeringsbesluiten nemen op basis van corporatiespecifieke beleidskasstromen, zijn er geen openbare datasets bruikbaar. Daarmee zijn de uitkomsten ook corporatiespecifiek waardoor deze geen generiek en generalistisch beeld schetsen voor de gehele sector. Allereerst is door middel van empirisch onderzoek een theoretisch- en institutioneel kader gepositioneerd. Met behulp van interviews met acht experts werkzaam bij corporaties of bij consultancybureaus zijn theorie en praktijk geconfronteerd en zijn de resultaten gepresenteerd.

Om vast te stellen hoe een corporatie een rendementseis kan bepalen, is allereerst literatuuronderzoek gedaan naar relevante theorieën over dit onderwerp vanuit de *corporate finance* literatuur. Hierbij is onderzoek gedaan naar de bruikbaarheid van de Weighted Average Cost of Capital (WACC) en de Internal Rate of Return (IRR).

De bestaande empirische literatuur omtrent dit thema is zeer beperkt. Ortec Finance (verder: Ortec) (Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel, 2019) heeft echter tijdens de uitvoering van onderhavig onderzoek een aanzet gedaan door middel van de publicatie 'Afwegingskader investeringen'. Het afwegingskader van Ortec bestaat uit een maatschappelijke- en een financiële beoordeling. Vernieuwend aan het financiële afwegingskader van Ortec is de beoordeling van individuele projecten op de financiële ratio's. Dit zijn de financiële ratio's waarmee de toezichthouders de corporaties jaarlijks op beoordelen. De financiële beoordeling van dit afwegingskader is een belangrijk onderdeel van dit onderzoek geworden. In hoofdstuk 2 wordt ook meer diepgaand ingegaan op de verschillen in aanpak en afbakening van beide onderzoeken.

Het afwegingskader van Ortec (Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel, 2019) wordt in dit onderzoek gekoppeld aan de literatuur omtrent de financiële continuïteit van een corporatie. Door dit financiële afwegingskader voor te leggen aan de vijf grootste corporaties van Nederland, aangevuld met een middelgrote, is getoetst of grote corporaties dit afwegingskader ook kunnen toepassen.

Het praktijkonderzoek is uitgevoerd via interviews met tien experts werkzaam bij corporaties en consultancybureaus actief in de corporatiesector. Eerst is er een oriënterend interview gehouden met N. Kornegoor van consultancybureau Finance Ideas om een indruk te krijgen wat er speelt rondom de onderzoeksvraag. Dit was tevens een toets of het theoretisch- en institutioneel kader afdoende was. Ook leidde dit oriënterend interview tot de interviewgids voor de overige respondenten. Afsluitend vond er een interview plaats met J. Eijsvogels van consultancybureau Ortec en medeauteur van het onderzoek (Conijn, Verkoeijen & Eijsvogels, 2019) om de onderzoeksresultaten te reflecteren. In onderstaand figuur is het onderzoeksmodel schematisch weergegeven.



Figuur 1: Onderzoeksmodel

1.7. Afbakening en generaliseerbaarheid

Dit onderzoek beperkt zich tot het bepalen van een rendementseis voor investeringen van woningcorporaties. Het gaat hierbij om investeringen in het DAEB-segment. Voor investeringen in het niet-DAEB-segment gelden andere rendementseisen. Over het algemeen hanteren corporaties hier marktconforme rendementseisen voor omdat er geen borgstelling vanuit het WSW op dit segment zit. Het bepalen van een rendementseis en het beoordelen van investeringen in het niet-DAEB-segment valt buiten de scope van dit onderzoek.

Het onderzoek is navolgbaar doordat alle interviews zijn opgenomen. De opnames zijn in het bezit van de onderzoeker en deze worden op verzoek geleverd. Alle uitgewerkte interviews zijn in de bijlage te vinden.

1.8. Relevantie

De resultaten van dit onderzoek hebben zowel een maatschappelijke- als een wetenschappelijke relevantie die hieronder verder beschreven worden.

Maatschappelijke relevantie

Dat corporaties moeten investeren in voldoende betaalbare woningen en het verduurzamen van de woningvoorraad staat als een paal boven water. Maar hoe zij dit op een verantwoorde manier kunnen doen zonder dat de financiële continuïteit in het geding komt, houdt de corporaties bezig (Conijn, Verkoeijen, & Eijsvogel, 2019, p. 4). Door de introductie van de beleidswaarde, het bepalen van de borgingsruimte en het niet meer halen van de rendementsdoelstellingen bij nieuwbouw en renovaties, heroverwegen corporaties hun financiële toetsingskader voor investeringen (Conijn, et al., 2019, p. 4). Naast dit alles geven de toezichthouders ook aan dat het verdienmodel van corporaties onder druk staat (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 12). Des te meer reden voor corporaties om een redelijke rendementseis te hebben waaraan ze investeringen kunnen toetsen zodat de financiële continuïteit gewaarborgd blijft.

Wetenschappelijke relevantie

In de literatuur zijn er voldoende onderzoeken te vinden over het bepalen van rendementseisen en het beoordelen van investeringen. Ook specifiek voor corporaties zijn er onderzoeken te vinden. Er is echter niet veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen een rendementseis en de toetsen van de effecten van investeringen op de financiële ratio's. Ortec (Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel, 2019) trachtte dit te ondervangen met een afwegingskaders met een set beoordelingscriteria waarmee corporaties investeringsvoorstellen kunnen beoordelen. Het afwegingskader van Ortec is getoetst door zestien kleine corporaties. Het onderzoek van Ortec is gebruikt als aanvulling op dit onderzoek en toetst of het afwegingskader ook werkt bij de grote en middelgrote corporaties.

1.9. Leeswijzer

Hoofdstuk 2 zet het theoretisch kader van dit onderzoek uiteen. Allereerst worden relevante theorieën over de bepaling van een rendementseis en het beoordelingskader van de toezichthouders gepresenteerd. Daarnaast komt in het theoretisch kader het onderzoek van Ortec aan bod.

Hoofdstuk 3 presenteert de ontwikkeling van de marktwaarde ten opzichte van de bedrijfswaarde en de financiële ratio's als sector. Vervolgens worden de strategische risico's weergegeven die de volkshuisvestelijke doelstellingen van de sector bedreigen.

In hoofdstuk 4 wordt de methodologie van dit onderzoek verantwoord en de onderzoeksresultaten gepresenteerd. De toegepaste onderzoeksmethoden en data-analyse worden hier verantwoord om de navolgbaarheid aan te tonen. Vervolgens worden de resultaten van de interviews gepresenteerd.

Hoofdstuk 5 geeft de vertaling van de theorie naar de praktijk per thema geanalyseerd om vervolgens in hoofdstuk 6 tot een conclusie te komen, het uitgevoerde onderzoek te bediscussiëren en aanbevelingen te doen voor vervolgonderzoek. Afsluitend wordt in hoofdstuk 7 gereflecteerd op het uitgevoerde onderzoek.

2 Theoretische aspecten van de bepaling van een rendementseis

In dit hoofdstuk wordt het theoretisch kader van dit onderzoek uitgezet. Eerst wordt ingegaan op de verschillende methoden om een rendementseis te bepalen. Vervolgens wordt het gezamenlijk beoordelingskader van de toezichhouders beschreven en wordt de relatie gelegd met de financiële continuïteit. Afsluitend wordt het onderzoek van Ortec gepositioneerd.

2.1 Het bepalen van een rendementseis

Volgens Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, (2013, p. 174) is het vaststellen van een rendementseis een ingewikkeld proces. Zij stellen dat een rendementseis afhankelijk is van het type vastgoed, de looptijd van de huurcontracten maar ook van de doelstelling van de belegger. Logischerwijs hoort bij een risicovol vastgoedobject een hogere rendementseis dan bij een laag-risico vastgoedobject.

2.1.1 Bruto- en netto-aanvangsrendement

Veelgebruikte rendementsbegrippen zijn het bruto-aanvangsrendement (BAR) en het netto-aanvangsrendement (NAR) (van Gool et al., 2013, p. 174). Waarbij de definitie van de BAR en de NAR volgens van Gool et.al (2013, p. 174) als volgt luidt: *“Het feitelijke bruto- of netto-aanvangsrendement is het bruto of netto directe rendement op het moment dat het betreffende vastgoedobject ter verwerving wordt aangeboden dan wel op het moment van overdracht”*. Het gaat hier in beide gevallen om een aanvangsrendement dat dus alleen iets zegt over een rendement van een investering bij aanvang van een exploitatieperiode. Het zegt niets over het rendement tijdens de exploitatieperiode. In 2017 was het gemiddelde van de BAR 6,3% en van de NAR 3,8% (Conijn, Van der Goes, Albers, & Kosterman, 2018, p. 24). Ook bestaan er verschillen per regio omdat er een causaal verband is tussen de hoogte van de marktwaarde en hoogte van de BAR (Conijn et al., 2018, p.p. 24-26). Hoe hoger de marktwaarde hoe lager de BAR (Conijn et al., 2018, p. 26).

2.1.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

De WACC is ook een veelgebruikte methode om een rendementseis te bepalen. Bedrijven zijn vaak niet alleen gefinancierd met eigen vermogen waardoor de rendementseis wordt bepaald door een gewogen rendement op het eigen vermogen én op het vreemd vermogen. Het vereiste rendement van een investering - of een desinvestering - wordt in principe bepaald door het rendement dat beleggers of vermogensverschaffers eisen voor de financiering van een dergelijke activiteit (Boot & Ligterink, 2011, p. 523). Uiteindelijk is de WACC de totaalsom van de kosten van eigen- en vreemd vermogen gebaseerd op de verhouding eigen- en vreemd vermogen in de kapitaalstructuur van een bedrijf (McClure, 2019). Volgens McClure (2019) zijn de kosten van het eigen vermogen lastiger te bepalen dan de kosten van het vreemd vermogen. Bij vreemd vermogen staat de rente van de kapitaalverstrekker doorgaans gelijk aan de kosten. Bij het eigen vermogen is dat een ander verhaal.

Dit neemt niet weg dat investeerders wel degelijk een rendement verwachten op hun geïnvesteerde kapitaal (McClure, 2019). Deze rendementseis wordt ook wel gezien als de kosten van het eigen vermogen (McClure, 2019). Wanneer de investeerders niet het gewenste rendement krijgen, zullen zij hun belang in het bedrijf verkopen. Het gevolg hiervan is dat de waarde van het bedrijf minder wordt (McClure, 2019). Onderzoek van Jacobs & Shivdasani (2012) toont aan dat 90% van de respondenten het Capital Asset Pricing Model (CAPM) gebruikt om de kosten van het eigen vermogen te bepalen. Het CAPM kwantificeert het benodigde rendement van een investering op basis van het risico van de investering (Jacobs & Shivdasani, 2012). In paragraaf 2.1.3 wordt het CAPM nader beschreven.

Modigliani & Miller (1958, p.p. 261-297) concludeerden dat de verhouding waarop een onderneming is gefinancierd eigenlijk niet van invloed is op de kosten van het kapitaal, of de waarde van het bedrijf. Hiermee zeggen zij eigenlijk dat het opsplitsen van het eigen- en vreemd vermogen onnodig is omdat het risico van de activiteit bepalend is voor het vereiste rendement. Hoe een onderneming deze activiteit vervolgens financiert, is van ondergeschikt belang (Boot & Ligterink, 2011, p. 523). De praktijk wijst uit dat niet iedereen het eens is met deze veronderstelling omdat gedacht wordt dat vreemd vermogen goedkoper is (Boot & Ligterink, 2011, p. 523). Boot & Ligterink (2011, p. 523) weerleggen dit door aan te geven dat het alleen maar zo lijkt doordat het minder risico draagt door de prioriteit die het krijgt. Zodra een onderneming meer vreemd vermogen aantrekt, eisen de verstrekkers van het eigen vermogen meer rendement omdat het risico toeneemt (Boot & Ligterink, 2011, p. 523). De theorie bevatte in de basis dus een aantal veronderstellingen die niet klopten (Modigliani & Miller, 1963, 1966). Zo ging men er in de basis vanuit dat vennootschapsbelasting en inkomstenbelasting van investeerders geen rol speelden (Modigliani & Miller, 1963, 1966). Dit onderkende, pasten Modigliani & Miller (1963, 1966) hun conclusies aan. De tweede veronderstelling die Modigliani & Miller in de basistheorie van de WACC niet goed hadden, was de hypothese dat bedrijven eeuwigdurend bestonden en daarmee de kasstromen eeuwigdurend waren (Brusov, Filatova, Orekhova, 2011, p.p. 815-824). Dit leidde tot de moderne theorie van kapitaalkosten en kapitaalstructuur van Brusov, Filatova en Orekhova (2011, p.p. 815-824). Deze theorie staat ook wel bekend als de BFO-theorie van Brusov, Filatova en Orekhova.

Dat ondernemingen de WACC niet zomaar blindelings kunnen toepassen, blijkt wel uit het onderzoek van Boot & Ligterink (2011, p. 527) naar de toepasbaarheid van de WACC bij gereguleerde activiteiten. Boot & Ligterink (2011, p. 527) vinden het opvallend hoe ingeburgerd de WACC is en stellen zelfs dat deze veel te serieus genomen wordt. Er bestaan nogal wat vraagtekens bij de theoretische uitgangspunten en de implementatie van de WACC (Boot & Ligterink, 2011, p. 527). De meetbaarheid van de parameters die ten grondslag liggen aan de WACC leiden bijna tot onoplosbare problemen (Boot & Ligterink, 2011, p. 525). Ook merken Boot & Ligterink (2011, p. 527) op dat gereguleerde activiteiten vaak langetermijninvesteringen vragen terwijl de vergoedingen volgens de WACC vaak voor een kortere periode vastliggen, hetzij per jaar of per contract. Het langetermijnsrisico dat een specifieke onderneming in de gereguleerde sector loopt, wordt hierdoor mogelijk onvoldoende meegenomen (Boot & Ligterink, 2011, p. 527). Langetermijnsrisico's zijn bijvoorbeeld veranderende spelregels binnen het gereguleerde speelveld. Concluderend moet gesteld worden dat enige bescheidenheid bij de toepassing van de

WACC op zijn plaats is, maar het probleem is dat er niet echt een goed alternatief voorhanden is (Boot & Ligterink, 2011, p. 527).

In 2015 hebben Gils & Swagerman onderzocht of woningcorporaties via de WACC de zoektocht tussen maatschappelijk- en financieel kunnen oplossen. Deze onderzoeksvraag kwam voort uit de parlementaire enquêtecommissie woningcorporaties die tussen 2013 en 2014 onderzoek deed naar de misstanden in de sector. De parlementaire commissie wilde verkennen of de WACC-methode een antwoord kon geven op de vraag wat een redelijk rendement is om corporaties aan te sporen om verantwoord te blijven investeren (Gils & Swagerman, 2015, p. 46). De problemen die Boot & Ligterink concludeerden, hebben Gils & Swagerman verder onderzocht en geprobeerd op te lossen. De conclusie van Gils & Swagerman (2015, p. 52) is dat zij voldoende mogelijkheden zien om deze zoektocht middels de WACC-methodologie op te lossen. Door een marktconforme berekening van de WACC kunnen corporaties zien hoeveel financieel rendement zij opofferen om aan de maatschappelijke doelstellingen te voldoen (Gils & Swagerman, 2015, p. 52). Als vereiste assumpties stellen Gils & Swagerman (2015, p. 52) dat corporaties het rendement op eigen vermogen via de CAPM berekenen en dat het vastgoed tegen marktwaarde gewaardeerd is. Ten tijde van het onderzoek van Gils & Swagerman was het waarden van het corporatievastgoed op marktwaarde nog geen algemeen goed. Inmiddels waarden alle corporaties hun vastgoed op marktwaarde en kan dus (ook) een vergelijking met commerciële beleggers gemaakt worden.

Uit de theorie blijkt dus duidelijk dat er twee verschillende stromingen bestaan wat betreft de toepasbaarheid van de WACC bij ondernemingen actief in gereguleerde sectoren. Boot & Ligterink (2011, p. 527) stellen dat de WACC niet zonder meer toe te passen is voor een dergelijke onderneming. Daarentegen zien Gils & Swagerman (2015, p. 52) de WACC als goed hulpmiddel in de zoektocht naar een redelijk rendement. Beide onderzoeken hebben ook een opvallende tegenstrijdigheid. Waar Boot & Ligterink het opvallend vinden hoe algemeen de WACC is ingeburgerd, voegen Gils en Swagerman hier juist aan toe het des te opmerkelijker te vinden dat de WACC nog niet is ingeburgerd binnen de corporatiesector (Gils & Swagerman, 2015, p. 46).

2.1.3 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Vanuit de theorie van de WACC werd al duidelijk wat het belang is van het bepalen van het rendement op het eigen vermogen. Ook wees het onderzoek van Gils & Swagerman (2015, p. 52) uit dat voor een juist gebruik van de WACC door corporaties, het een vereiste is om het rendement middels het CAPM-model te bepalen. Deze theorie ontwikkeld door William Sharpe en John Lintner in 1964, waar Sharpe in 1990 een Nobelprijs voor kreeg, wordt vandaag de dag veelvuldig gebruikt voor de *cost of capital* van ondernemingen. Bij deze theorie gaat men ervan uit dat beleggers een vergoeding vragen voor het risico dat zij lopen (Sharpe, 1964, p.p. 425-426). Volgens Sharpe (1964, p.p. 425-426) vragen zij deze vergoeding alleen voor het risico dat beleggers niet weg kunnen diversifiëren, het zogenaamde marktrisico. Dit is het risico dat voor de gehele markt of wereldeconomie geldt. Zo heeft een financiële crisis effect op de gehele wereldeconomie en niet alleen op een specifieke onderneming

of branche. Diversifiëren van beleggingen in verschillende ondernemingen heeft op dat moment geen zin (Sharpe, 1964, p. 441). Marktrisico kunnen beleggers alleen vermijden wanneer een belegger dit risico overdraagt aan een ander. Hiermee is het risico niet vermeden en zal een overnemende belegger dit risico alleen overnemen wanneer hier een vergoeding tegenover staat.

Het risico dat beleggers wel weg kunnen diversifiëren noemt men specifiek risico. Het gaat hierbij om specifieke risico's die voor een specifieke onderneming of branche geldt. Een belegger kan deze specifieke risico's weg diversifiëren door haar belegd vermogen te spreiden over verschillende vermogenstitels of ondernemingen. Door de beleggingen te spreiden, valt specifiek risico deels tegen elkaar weg waardoor de belegger hier geen vergoeding voor verlangt (Sharpe, 1964, p.p. 425-426).

De mate van risico wordt gemeten aan de hand van de bèta (Fama & French, 2004, p. 28). De bèta is een maatstaf voor de mate waarin een vermogenstittel meebeweegt met de markt. Zo is een vermogenstittel met een bèta van één gelijk aan het risico van de markt. Een vermogenstittel met een bèta kleiner dan één heeft minder marktrisico, een vermogenstittel groter dan één heeft meer marktrisico. Volgens de financieringstheorie is de vergoeding die een belegger vraagt voor marktrisico in verhouding met de bèta (Boot & Ligterink, 2011, p. 521). Volgens het CAPM bepaalt de hoeveelheid marktrisico dat in een desbetreffende onderneming opgeslagen ligt, uiteindelijk het te verwachten rendement van deze activiteit. De vergoeding voor het marktrisico geldt als risico-opslag op het risico-vrije rendement. Deze risico-opslag noemt men ook wel de marktriscopremie.

Boot & Ligterink onderzochten in 2011 naast de WACC ook de toepasbaarheid van het CAPM-model bij ondernemingen actief in gereuleerde sectoren. Deze regulering voorkomt dat de tarieven van de desbetreffende activiteiten met monopolie-achtige kenmerken te hoog worden. De corporatiesector is bij uitstek een gereuleerde sector doordat de huren in de sociale sector middels wetgeving zijn gereuleerd. Boot & Ligterink (2011, p.p. 522-523) concluderen dat het gebruik van het CAPM-model gecompliceerd is wanneer een onderneming zowel gereuleerde als niet gereuleerde activiteiten uitvoert. Het geëiste rendement van een specifieke activiteit moet louter gebaseerd zijn op het risicoprofiel van deze activiteit en niet op het risicoprofiel van de onderneming (Boot & Ligterink, 2011, p. 526). Wanneer een gereuleerde activiteit uitgevoerd wordt door een onderneming die ook andere activiteiten uitvoert, is het volgens Boot & Ligterink (2011, p. 523) niet van belang wat het risicoprofiel van de onderneming is. Dit risicoprofiel wordt beïnvloed door alle andere activiteiten die de onderneming uitvoert. Voor het vereiste rendement van de specifieke gereuleerde activiteit moet dus een afzonderlijke rendementseis bepaald worden die past bij het risicoprofiel van de activiteit. Zodra er sprake is van synergie tussen de gereuleerde- en niet-gereuleerde activiteiten brengt dit extra complicaties met zich mee (Boot & Ligterink, 2011, p. 523). Het is dan lastig om de te verwachten kasstromen toe te rekenen aan het gereuleerde deel. Doordat corporaties zowel DAEB als niet DAEB-activiteiten uitvoeren, geldt dit zeker voor corporaties.

2.1.4 Internal rate of return (IRR)

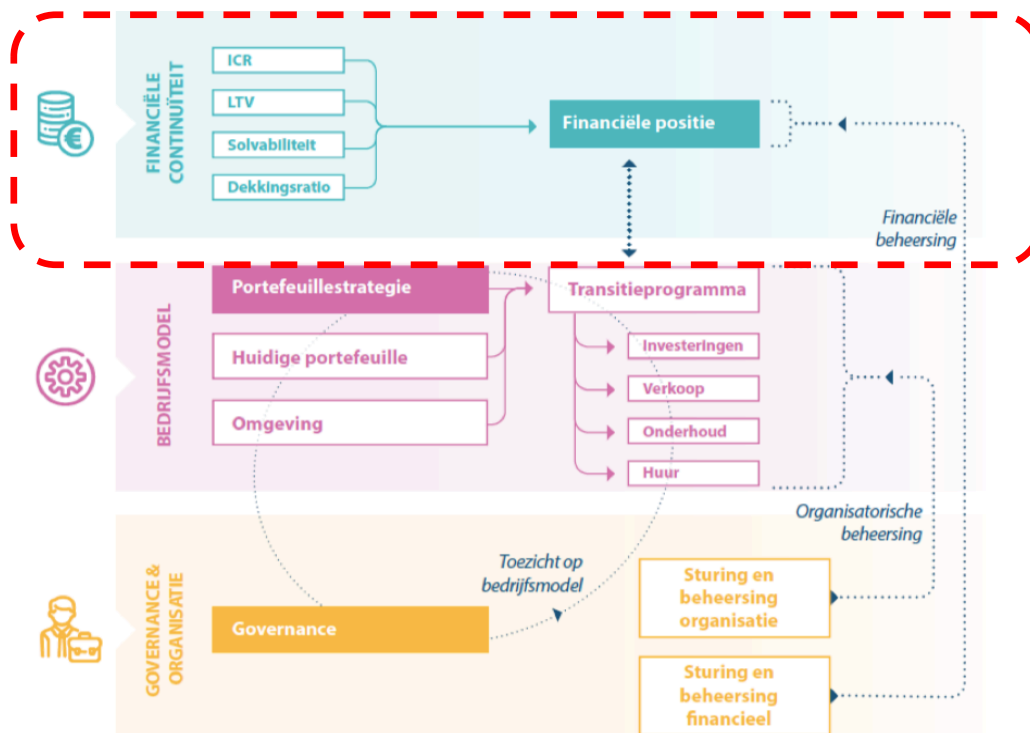
De IRR is het rendement dat een onderneming realiseert over de gehele periode dat het vastgoed in exploitatie is (van Gool et al., 2013a, p. 199). Men spreekt ook wel over het looptijdrendement van een belegging. Met de IRR-methode wordt het looptijdrendement bepaald die de contante waarde gelijk maakt aan de toekomstige cashflows (van Gool et al., 2013a, p. 199). Oftewel de disconteringsvoet waarvoor de netto contante waarde van alle cashflows gelijk is aan nul. Volgens (van Gool et al., 2013a, p. 199) geldt bij deze methode doorgaans dat een GO op een investeringsbeslissing genomen wordt wanneer de IRR-gelijk of groter is dan de rendementseis.

Corporaties onderscheiden twee varianten van de IRR, waarbij in alle gevallen het investeringsbedrag het startpunt is; namelijk de IRR-markt en de IRR-beleid (Conijn, et al., 2019, p. 17). Het komt erop neer dat de IRR-markt berekend is op marktconforme exploitatiekosten en een marktconforme eindwaarde na 15 jaar (Conijn et al., 2019, p. 17). De IRR-beleid is berekend op beleidsconforme exploitatiekosten en een beleidsconforme eindwaarde na 15 jaar (Conijn et al., 2019, p. 17). De IRR-beleid past het beste bij een corporatie die haar vastgoed ziet als een bedrijfsmiddel in plaats van een beleggingsmiddel (Conijn et al., 2019, p. 18).

2.2 Beoordelingskader

De verantwoordelijkheid voor het toezicht op woningcorporaties ligt bij de Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Waar dit voorheen op zichzelf staande instituten waren, hebben zij de afgelopen jaren hun samenwerking geïntensiveerd om het toezicht op de corporatiesector efficiënter en effectiever te maken (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 4). Deze samenwerking kwam in een stroomversnelling toen de toenmalige minister Blok beide het dringende verzoek deed het verticaal toezichtmodel uit te werken (Blok, 2015, p.p. 6-7). Een belangrijk onderdeel van het verticale toezicht was de komst van een gezamenlijk beoordelingskader, op terreinen waarop het Aw en het WSW beide werkzaam zijn.

Het doel van dit verticale toezicht is om een dusdanig gemeenschappelijk proces in te richten waarbij beide instanties een zelfstandig maar afgestemd oordeel over een corporaties kunnen geven (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 4). Figuur 2 toont een schematische weergave van het beoordelingskader waarbij de financiële continuïteit van belang is voor dit onderzoek.



Figuur 2: Gezamenlijk beoordelingskader toezichhouders (Bron Autoriteit woningcorporaties 2018c, gezamenlijk beoordelingskader)

Om de financiële continuïteit van een corporatie te bepalen, beoordelen de Aw/WSW de financiële positie van een corporatie (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.13). Feitelijk beoordelen zij of een corporatie in staat is om aan haar financiële- en maatschappelijke verplichtingen te voldoen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.13). Deze financiële beoordeling bestaat uit de volgende drie onderdelen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.13):

- Liquiditeit: realiseert de corporatie op korte – en middellange termijn voldoende kasstromen om aan haar financiële verplichtingen te voldoen?
- Vermogen: heeft de corporatie nu en in de toekomst voldoende vermogen beschikbaar om aan de huidige verplichtingen te voldoen en mogelijke toekomstige risico's op te vangen?
- Onderpand: is de waarde van het onderpand voldoende om bij een eventuele toekomstige situatie van discontinuïteit nog steeds aan haar financiële verplichtingen te kunnen voldoen?

De beoordeling van de financiële continuïteit vindt zowel plaats op enkelvoudig en geconsolideerd niveau als per DAEB en niet-DAEB en geconsolideerde verbindingen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 13).

2.2.1 Beoordeling van de financiële ratio's

Om de financiële positie van een corporatie te bepalen, beoordelen de Aw en het WSW de corporaties op vier verschillende financiële ratio's namelijk (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 13):

- Interest Coverage Ratio (ICR)
- Loan To Value (LTV)
- Solvabiliteit
- Dekkingsratio

Deze vier ratio's moeten afzonderlijk van elkaar voldoen aan de gestelde normen op geconsolideerd, DAEB en niet-DAEB en geconsolideerd verbanden niveau (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 16). Corporaties leveren jaarlijks een vijfjarige begroting aan waarin zij alle verwachte kasstromen prognosticeren. Dit staat binnen de sector beter bekend als de *prospective* informatie (dPi). Naast deze prognose moeten corporaties ook de laatst gerealiseerde en afgesloten jaarrekening aanleveren, beter bekend als de verantwoordingsinformatie (dVi). De ratio's moeten zowel bij de vijfjarige prognose (dPi) als het laatst gerealiseerde jaar (dVi) voldoen aan de minimale normen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 16).

Interest coverage ratio (ICR)

De ICR geeft aan in hoeverre een onderneming voldoende operationele kasstromen genereert om aan de renteverplichtingen te voldoen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 28). Deze ratio heeft betrekking op de korte termijn kasstromen en zegt iets over de liquiditeitspositie van een onderneming. Het WSW en de Aw stellen de norm van de ICR op minimaal 1,4 voor DAEB (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 28).

Loan To Value (LTV)

De LTV zegt iets over de vermogenspositie van een onderneming en toetst of het vastgoed in exploitatie op lange termijn voldoende kasstromen genereert ten opzichte van de schuldpositie (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 19). De waarde van het vastgoed wordt berekend middels de beleidswaarde en houdt rekening met het beleid van de corporatie. Voor zowel DAEB, niet-DAEB en geconsolideerde verbanden geldt een maximale LTV van 75% (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 19).

Solvabiliteit

De solvabiliteit zegt iets over de eigenvermogenspositie van een onderneming. Volgens de Autoriteit woningcorporaties (2018c, p. 30) presenteert de jaarrekening van een corporatie de eigenvermogenspositie op marktwaarde. Doordat een corporatie haar vastgoed niet exploiteert tegen marktconforme huren kunnen zij een deel van dit eigen vermogen niet realiseren (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 30). Om de eigenvermogenspositie van een corporatie te bepalen, moet rekening gehouden worden met het beleid van een corporatie en is een correctie voor de maatschappelijke bestemming nodig (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 30). Deze correctie wordt berekend middels het verschil tussen de marktwaarde en de beleidswaarde

(Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 30). De Aw en het WSW hebben de norm voor DAEB en de geconsolideerde verbindingen vastgesteld op minimaal 20% (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 30).

Dekkingsratio

De verhouding tussen de marktwaarde van het onderpand en de leningportefeuille wordt aangegeven via de dekkingsratio (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.31). De dekkingsratio beoordeelt in het geval van discontinuïteit of de marktwaarde van het onderpand voldoende is om de schuldpositie af te lossen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.31). Wanneer er sprake is van discontinuïteit is niet alleen de marktwaarde in verhuurde staat van het onderpand relevant maar eigenlijk ook de marktwaarde van de leningportefeuille (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 31). De Aw en het WSW hebben er vanwege eenvoud voor gekozen om de marktwaarde van de leningportefeuille niet in de dekkingsratio op te nemen (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p.31). De Aw en het WSW hebben de norm voor de dekkingsratio voor zowel de DAEB, niet DAEB als de geconsolideerde verbindingen vastgesteld op maximaal 70% (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 31).

De financiële beoordelingsratio's in relatie tot financiële continuïteit

De Aw en het WSW koppelen de financiële continuïteit van een corporatie aan de vier financiële beoordelingsratio's en hierbij rekening houden met het kunnen continueren van de maatschappelijke opgave (Autoriteit woningcorporaties, 2018c, p. 13). Dit wetende, kan men concluderen dat wanneer een corporatie die aan de minimale normen van de ICR, LTV, solvabiliteit en dekkingsratio voldoet, automatisch voldoet aan de eisen die de Aw/WSW stellen aan financiële continuïteit. Hiermee is de eerste onderzoeksvraag beantwoord.

2.3 Onderzoek Ortec Finance

De aanleiding van het onderzoek van Ortec was dat door de invoering van de beleidswaarde veel corporaties hun afwegingskader voor investeringen opnieuw tegen het licht houden (Conijn et al., 2019, p. 4). Een andere reden was de dalende rendementen en het daarmee niet behalen van de gestelde rendementseisen (Conijn et al., 2019, p. 4). Het onderzoek van Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel (2019, p. 4) ging in op de volgende onderzoeksvragen:

- 1) Hoe kan een corporatie investeringen maatschappelijk beoordelen?
- 2) Hoe kan een corporatie investeringen financieel beoordelen?
- 3) Hoe kan het besluitvormingsproces eruitzien en welke rollen en verantwoordelijkheden horen daarbij?

Vooral het vraagstuk over de financiële beoordeling is relevant voor dit onderzoek. De resultaten van deze onderzoeksvraag zijn dan ook geïntegreerd in dit onderzoek. De overige vraagstukken vallen buiten de scope van dit onderzoek.

Een ander verschil tussen het onderzoek van Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel (2019) en dit onderzoek is dat er een verschil zit in de omvang en het werkgebied van de deelnemende corporaties. Het onderzoek van Conijn,

Verkoeijen & Eijsvogel (2019) is uitgevoerd onder zestien kleine corporaties met gemiddeld vijfduizend woningen. Ook ligt het werkgebied van deze corporaties vooral in kleinere landelijke gemeentes. Daarentegen zijn de corporaties die aan dit onderzoek meedoen grote corporaties waarvan het werkgebied grootstedelijk is. De opgave kan namelijk per werkgebied enorm verschillen (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 60). Waar we in dit onderzoek de rendementseis onderzoeken voor DAEB-investeringen, wordt er in het onderzoek van Conijn, Verkoeijen & Eijsvogel (2019) geen specifiek onderscheid gemaakt tussen DAEB en niet-DAEB.

Conijn, Verkoeijen en Eijsvogel (2019, p. 5) stellen dat een financieel afwegingskader ertoe moet dienen dat de financiële continuïteit van een corporatie gewaarborgd is. Vanuit dit principe zijn er een drietal invalshoeken bepaald die voor een corporatie van belang zijn bij het beoordelen van investeringsvoorstellen. Het gaat om de volgende invalshoeken (Conijn et al., 2019, p. 5):

1. De mutatie van het eigen vermogen als gevolg van de voorgenomen investering. Hierbij stellen de onderzoekers dat er onderscheid gemaakt kan worden tussen het eigen vermogen op marktwaarde (zoals in de jaarrekening) of het eigen vermogen op beleidswaarde.
2. Het effect van de voorgenomen investering op de ratio's waar de toezichthouders op toetsen. Hierbij zijn eigenlijk alleen de ratio's LTV en de ICR van belang omdat deze causaal verbonden zijn met de manier waarop een corporatie is gefinancierd.
3. De toets of de investering marktconform is. Hierbij onderscheiden de onderzoekers de kostenefficiëntie en de marktpotentie van de investering.

Deze drie invalshoeken combineren de onderzoekers met een aantal parameters die het effect van een investering op de ratio's inzichtelijk maken. De uitkomsten hiervan zijn weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 1: Financieel afwegingskader Ortec Finance. (Bron: Ortec Finance, Afwegingskader investeringen)

Financiële parameter	Δ EV marktwaarde	Δ EV beleidswaarde	Δ LTV beleidswaarde	Δ ICR	Kosten-efficiëntie	Markt-potentie
Leegwaarderatio	-	-	-	-	-	✓
Onrendabel o.b.v. marktwaarde	✓	-	-	-	-	-
Beleidswaarderatio	-	✓	✓	-	-	-
IRR-markt	✓	-	-	-	-	-
IRR-beleid	-	✓	-	-	-	-
NAR	-	-	-	✓	-	-

De leegwaarderatio geeft iets aan over de marktpotentie van de investering (Conijn et al., 2019, p. 23). Wanneer deze ratio meer is dan 100% betekent dit dat de mutatie van de leegwaarde meer is dan de investering. Eigenlijk is dit een check of een commerciële partij een dergelijke investering zou doen. Het deel onrendabel op de marktwaarde laat zien wat het effect is op het eigen vermogen op basis van de marktwaarde. Dit effect is direct terug te zien in de jaarrekening (Conijn et al., 2019, p. 23).

De beleidswaarderatio laat zien wat de mutatie is van de beleidswaarde na de investering. Deze ratio laat het effect zien op het eigen vermogen op basis van de beleidswaarde. Wanneer de beleidswaarderatio gecombineerd wordt met de manier waarop de investering gefinancierd is, zegt het ook iets over het effect op de LTV (Conijn et al., 2019, p. 23). De IRR-markt geeft informatie over het effect van het eigen vermogen op de marktwaarde. De IRR-beleid is vergelijkbaar met de IRR-markt met het verschil dat het iets zegt over het effect op het eigen vermogen op basis van de beleidswaarde.

De NAR zegt iets over het effect op de ICR (Conijn et al., 2019, p. 24). Hier wordt ook wel eens de BAR voor gebruikt alleen geeft de NAR het effect op de ICR beter weer (Conijn et al., 2019, p. 23). Voor de kostenefficiëntie van een investeringsproject is geen kengetal opgenomen omdat dit niet middels een kengetal kan worden bepaald (Conijn et al., 2019, p. 24). Een kostendeskundige kan beoordelen of een investeringsvoorstel efficiënt is (Conijn et al., 2019, p. 24).

De zes kengetallen uit tabel 1 moeten genormeerd worden voordat ze kunnen worden toegepast. Deze normering is afhankelijk van de financiële positie in combinatie met de ambitie die een corporatie heeft. De ambitie van een corporatie is vertaald naar een portefeuillestrategie waarmee een relatie gelegd moet worden. Los van de ambitie moet de financiële continuïteit van de corporatie gewaarborgd zijn. Deze twee onderdelen bepalen uiteindelijk de normering van de zes kengetallen.

2.4 Samenvatting

Het bepalen van een rendementseis is niet alleen een ingewikkeld proces maar ook bestaan er verschillende manieren om tot een rendementseis te komen. Afhankelijk van het type vastgoed geldt normaliter hoe risicovoller het exploitatierisico, des te hoger het verlangde rendement is. Corporaties kunnen de rendementseis vaststellen aan de hand van een aanvangsrendement, WACC, (in)direct rendement of een IRR.

Er bestaan twee verschillende stromingen wat betreft de toepassing van de WACC. In 2011 belichtten Boot en Ligterink de belangrijkste misvattingen over de toepassing van de WACC-methodologie in een gereguleerde sector. Toen de parlementaire enquête woningcorporaties tussen 2013 en 2014 onderzoek deed naar misstanden in de corporatiesector ontstond bij hen de vraag op of corporaties de WACC-methodologie ook kunnen toepassen. Zo moest de WACC antwoord geven op de vraag wat een redelijk rendement is voor corporaties. Ondanks dat Boot en Ligterink sceptisch waren over de toepasbaarheid van de WACC in een gereguleerde sector, zien Gils en Swagerman voldoende mogelijkheden om de zoektocht naar een goed rendement via de WACC-methodologie op te lossen. Waar Boot & Ligterink het juist opvallend vinden hoe algemeen de WACC is ingeburgerd, vinden Gils en Swagerman het juist opmerkelijk dat de WACC nog niet is ingeburgerd binnen de corporatiesector.

De Aw en het WSW beoordelen jaarlijks corporaties middels het gezamenlijke beoordelingskader. Een belangrijk onderdeel hiervan is de beoordeling van de financiële positie van corporaties, om de financiële continuïteit te borgen. De Aw en het WSW hebben een minimale norm gesteld aan de ICR, LTV, solvabiliteit en dekkingsratio, waar corporaties aan moeten voldoen.

Ortec ontwierp een afwegingskader waarmee corporaties investeringen financieel kunnen beoordelen. Met dit afwegingskader poogt Ortec de effecten van investeringsvoorstellen op de financiële ratio's, waarop de toezichthouders corporaties beoordelen, inzichtelijk te maken. Het afwegingskader van Ortec is een onderdeel geworden van dit onderzoek omdat het overeenkomsten toont met de onderzoeksvraag.

Dit alles is nog eens schematisch samengevat in onderstaande samenvattingstabellen waarbij de empirische analyse, de conclusie en het onderzoeksvraagstuk wat het praktijkonderzoek moet beantwoorden, staan beschreven.

Tabel 2: Samenvattingstabel theoretisch kader rendementseis

Empirische analyse	Conclusie	Toetsing praktijkonderzoek
<i>Rendementseis</i>		
Vanuit de parlementaire enquête woningcorporaties ontstond het vraagstuk wat een redelijk rendement voor corporaties is bij investeringen, zonder overdadige rendementen en onnodig huurverhogingen in de hand te werken.	Corporaties zijn op zoek naar een redelijk rendement en mogelijk kan de WACC een oplossing bieden.	Hoe bepalen corporaties een 'redelijke' rendementseis?
Boot & Ligterink (2011) tonen in hun onderzoek de belangrijkste misvattingen van de toepasbaarheid van de WACC-methodologie in gereguleerde sectoren aan.	Conclusie van het onderzoek toont aan dat er vraagtekens bestaan bij de theoretische uitgangspunten en de implementatie van de WACC. Boot & Ligterink vinden enige bescheidenheid bij de toepassing van de WACC wel op zijn plaats al merken zij ook op dat er niet echt een goed alternatief voorhanden is.	Wanneer corporaties inderdaad de WACC-methodiek toepassen, is het de vraag hoe zij deze misvattingen hebben opgelost.
Om de vraag van de parlementaire enquête te kunnen beantwoorden hebben Gils & Swagerman onderzocht of corporaties de zoektocht naar een redelijk rendement middels de WACC kunnen oplossen.	Gils & Swagerman zien voldoende mogelijkheden om de rendementseis middels de WACC te bepalen. Als voorwaarden stellen zij dat het vastgoed op marktwaarde gewaardeerd is en het rendement op eigen vermogen middels de CAPM bepaald.	Het corporatiebezit wordt op marktwaarde gewaardeerd dus niets lijkt de corporaties in de weg te staan om de WACC toe te passen en het benodigde rendement op eigen vermogen middels de CAPM te bepalen.

Tabel 3: Samenvattingstabel theoretisch kader financiële continuïteit

Empirische analyse	Conclusie	Toetsing praktijkonderzoek
<i>Financiële continuïteit</i>		
De toezichthouder Aw/WSW beoordelen de financiële continuïteit van corporaties jaarlijks aan de hand van de ratio's LTV, ICR, solvabiliteit en dekkingsratio. Wanneer de corporaties aan de minimale normen van al deze 4 de ratio's voldoen, krijgen zij een goede beoordeling.	Hiermee kan men stellen dat de financiële continuïteit van een corporatie geborgd is wanneer zij aan de volgende ratio's voldoen: - LTV < 75% - ICR 1,4 - Solvabiliteit 20% - Dekkingsratio 70%	Om verantwoorde investeringsbeslissingen te nemen, moeten corporaties sturen op deze financiële ratio's.
Ortec heeft een afwegingskader voor investeringen ontworpen waarmee corporaties investeringsvoorstellen financieel kunnen beoordelen. Dit afwegingskader geeft inzicht van de effecten op de eerdergenoemde ratio's door een voorgenomen investering.	Het afwegingskader is tot stand gekomen i.s.m. 16 kleine corporaties. Hierbij stellen zij dat de volgende invalshoeken van belang zijn bij het beoordelen van een investering: 1) mutatie op het eigen vermogen 2) het effect op de 4 financiële ratio's 3) een marktconformiteitstoets	Is het afwegingskader ook toepasbaar voor grote corporaties? Bestaan er belemmerende factoren voor een grote corporatie waar een kleine corporatie minder last van heeft?

3 Ontwikkelingen en strategische risico's in de corporatiesector

In het vorige hoofdstuk is het theoretisch kader neergezet waarbij verschillende theorieën over het bepalen van een rendementseis zijn beschreven. Verder is ingegaan op hoe de toezichhouders de financiële continuïteit van corporaties meten via het gezamenlijke beoordelingskader. Vervolgens is het afwegingskader van Ortec gepositioneerd. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de waardeontwikkeling van het corporatievastgoed alvorens in te gaan op de ontwikkeling van de financiële ratio's van de sector. Tot slot komen de strategische risico's aan bod, die de volkshuisvestelijke doelstellingen van de corporaties bedreigen.

3.1 Waardeontwikkeling marktwaarde en de bedrijfswaarde

De marktwaarde en bedrijfswaarde hebben zich de afgelopen jaren verschillend van elkaar ontwikkeld (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p.35). Waar de marktwaarde harder gestegen is dan inflatie, laat de bedrijfswaarde juist een dalende lijn zien (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 35). De ontwikkeling van de bedrijfswaarde en marktwaarde is te zien in tabel 4.

Tabel 4: Ontwikkeling markt- en bedrijfswaarde (Bron: Autoriteit woningcorporaties, Sectorbeeld 2018).

Waardebegrip	2014	2015	2016	2017
Bedrijfswaarde (x € miljard)	134,6	135,7	130,6	129,1
Bedrijfswaarde p/vhe (x € 1.000)	54,8	55,2	53,2	52,6
Marktwaarde (x € miljard)	234	243	250	266
Marktwaarde p/vhe (x € 1.000)	95,2	98,9	101,8	108,2
Ontwikkeling bedrijfswaarde		0,8%	-3,7%	-1,0%
Ontwikkeling marktwaarde		3,8%	3,0%	6,1%
Inflatie		1,0%	0,6%	0,3%
Stijging WOZ-waarde	0,8%	2,9%	5,0%	7,6%

Waar de sterk stijgende WOZ-waarde voornamelijk de veroorzaker is van de gestegen marktwaarde, veroorzaken afnemende kasstromen de daling van de bedrijfswaarde (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 36). Volgens de Aw (2018, p. 36) zijn de kasstromen afgenomen door de toegenomen aandacht voor betaalbaarheid en de stijging van de verhuurderheffing.

De afgelopen jaren kregen de corporaties, mede ingegeven door Rijksbeleid, steeds meer aandacht voor de betaalbaarheid van de sociale voorraad. Met de invoering van de herziene Woningwet zijn de corporaties vanaf 2016 verplicht om sociale huurwoningen passend toe te wijzen (Aedes, 2019, p. 2). Het doel van dit passend toewijzen is te voorkomen dat huishoudens met de laagste inkomens in te dure woningen terechtkomen (Aedes, 2019, p. 2). Zo moeten corporaties minimaal 90% van de vrijkomende sociale huurwoningen, met een huurprijs onder de liberalisatiegrens, toewijzen aan de doelgroep met een maximaal inkomen tot 38.035 euro (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2019b). Volgens de Aw (2018, p. 36) hebben corporaties hun

verhuurbeleid hierop moeten aanpassen. Dit heeft in de praktijk zelfs geleid tot het verlagen van de huren om aan deze eis te kunnen voldoen (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 36). Een andere belangrijke factor op de betaalbaarheid is de invoering van de huursombenadering in 2017 (Autoriteit woningcorporaties, 2019, p. 36). Door de huursombenadering krijgt niet elke woning dezelfde huurverhoging. De overheid stelt jaarlijks de maximaal toegestane huurverhoging vast boven op de inflatie. Hiermee reguleert de overheid de maximale huurstijging van corporaties waardoor de grote verschillen in huurprijs tussen zittende huurders en nieuwe huurders kleiner moet worden (Aedes, 2017). Deze maatregel begrenzen de corporaties in het doorvoeren van huurverhogingen, wat van invloed is op de kasstromen (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 36). Volgens de Aw (2018, p. 36) is de derde factor die van invloed is op de betaalbaarheid de aandacht die corporaties zelf hebben op het laag houden van de huren. Deze drie factoren gezamenlijk met de inflatie hebben ertoe geleid dat de huidige en toekomstige huuropbrengsten naar beneden toe zijn bijgesteld (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 36).

3.2 Ontwikkeling van de financiële ratio's

In 2018 waren er twee tegenovergestelde ontwikkelingen die de financiële positie van de corporatiesector kenmerkte (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 34). Enerzijds was er een sterke verbetering waarneembaar van de dekkingsratio en de solvabiliteit (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 34). Anderzijds was er volgens de Aw (2018, p. 34) een stabilisatie zichtbaar van de LTV en de ICR. Deze stabilisatie baart de Aw (2018, p. 34) zorgen want dit zijn de twee ratio's die tot stand komen vanuit de beleidskasstromen van de corporaties. Dat deze beide ratio's stabiliseren, houdt in dat de beleidskasstromen niet of nauwelijks toenemen. Daarentegen is de verbetering van de solvabiliteit en de dekkingsratio, de verdiensten van de ontwikkeling van de marktwaarde (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 34). Het komt erop neer dat de verbetering van de solvabiliteit en de dekkingsratio niet de verdiensten zijn van de corporatie zelf. Deze lof is meer toe te schrijven aan de prijsontwikkelingen in de commerciële verhuur- en koopmarkt (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 34). In tabel 5 staan de ontwikkelingen van de balanswaarden en kasratio's van de corporaties weergegeven.

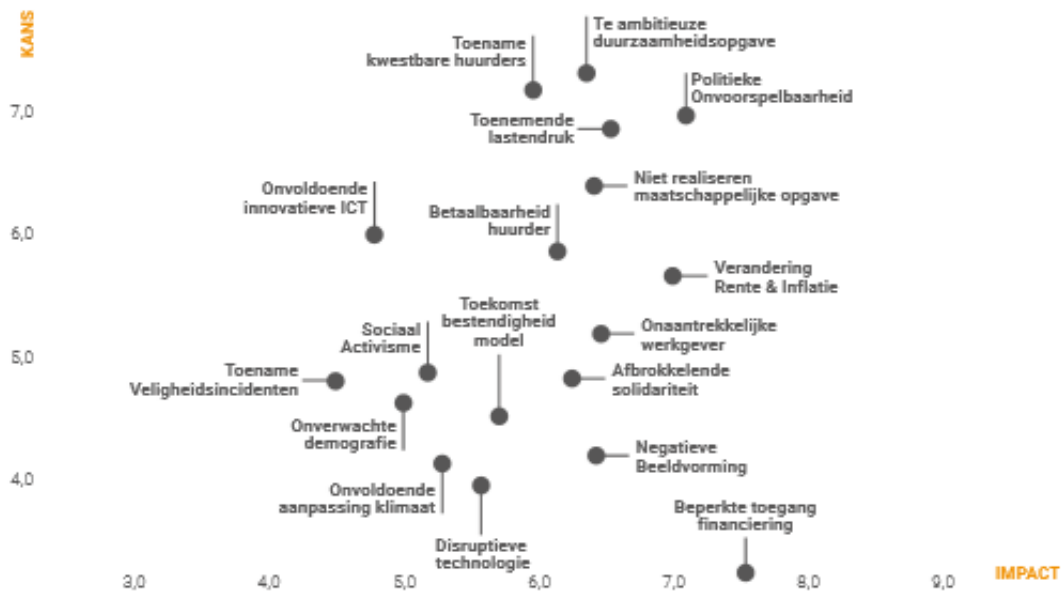
Tabel 5: Balans- en kasratio's corporatiesector (Bron: Autoriteit woningcorporaties, Sectorbeeld 2018)

Ratio's	2014	2015	2016	2017	Norm
LTV	64,0%	61,9%	62,1%	61,8%	75,0%
Dekkingsratio	38,4%	36,0%	32,4%	30,0%	70,0%
Solvabiliteit	57,9%	60,9%	64,1%	66,6%	-
Solvabiliteit obv vhw-bestemming	-	48,5%	49,7%	53,9%	20,0%
ICR	1,7	2,1	2,13	2,16	1,4

3.3 Strategische risico's corporatiesector

In 2019 hebben Breij & Van der Weerd de belangrijkste strategische risico's voor corporaties in kaart gebracht die van invloed kunnen zijn op het bereiken van de volkshuisvestelijke prestaties. Hierbij is een strategisch risico

een mogelijk onzeker event, die, wanneer deze zich voordoet, significante gevolgen kan hebben voor de corporatiesector de komende tien jaar (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 3). In totaal vroegen Breij & Van der Weerd dertig bestuurders van corporaties en vertegenwoordigers in de sector, als de Aw, WSW, Aedes en het Ministerie van BZK, om achttien strategische risico's te scoren. In onderstaande figuur zijn de uitkomsten van dit onderzoek weergegeven.



Figuur 3: Strategische risicokaart corporatiesector (Bron: Breij & Van der Weerd, 2019)

In de top vijf van strategische risico is het opvallend dat het hierbij gaat om externe factoren waar de corporaties weinig tot geen invloed op hebben. Volgens het onderzoek van Breij & Van der Weerd (2019, p. 4) ziet de sector de onvoorspelbaarheid van de landelijke en lokale politiek als grootste strategisch risico. Hierbij zien de respondenten de toenemende lastendruk niet los van de onvoorspelbaarheid van de landelijke en lokale politiek (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 4). Verder zien de corporaties de grote maatschappelijke opgave als een strategisch risico (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 4). De respondenten onderkennen de te ambitieuze duurzaamheidsopgave (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 4). Volgens Breij & Van der Weerd (2019, p. 4) voorzien de corporaties ook risico's in het realiseren van andere opgaven en ambities, waaronder het voorzien in voldoende betaalbare woningen.

In de volgende sub paragrafen wordt ingegaan op de vier grootste strategische risico's die van invloed zijn op de ambities van corporaties. Hierbij is bij de toenemende lastendruk onderscheid gemaakt tussen lastendruk door belastingen en stijgende (ver)bouwkosten.

3.3.1 Te ambitieuze duurzaamheidsopgave

Op 5 maart 2018 ondertekende de Nederlandse overheid, net als 194 andere landen, in Parijs het klimaatakkoord (Klimaatberaad, 2018, p. 5). In dit klimaatakkoord is mondiaal afgesproken de opwarming van de aarde te beperken tot minder dan twee graden Celsius (Klimaatberaad, 2018, p. 4). De Nederlandse overheid heeft deze doelstelling vertaald naar een nationaal Klimaatakkoord. Hiervan is de uitgewerkte versie eind 2018 verschenen in wat de Nederlandse bijdrage aan “Parijs” moet zijn. Het Nederlandse Klimaatakkoord is in opdracht van het kabinet gemaakt door het Klimaatberaad. Hierin staat dat Nederland de uitstoot van broeikasgassen in 2030 met 49% wil terugdringen ten opzichte van 1990 (Klimaatberaad, 2018, p. 7). Hoe de corporaties 2,4 miljoen woningen moeten verduurzamen is geregeld binnen de sector “gebouwde omgeving”.

Volgens het Aw (2018, p.60) verschilt de duurzaamheidsopgave sterk per regio. De regio's Metropoolregio Amsterdam, Limburg en Haaglanden/Midden-Holland/Rotterdam staan voor een grote duurzaamheidsopgave terwijl de corporaties die actief zijn in die regio's beperkte investeringsruimte hebben. De Aw (2018, p. 61) concludeert dan ook dat de regionale investeringskracht niet in evenwicht is met de regionale duurzaamheidsopgave. Een groot deel van de randstad heeft een duurzaamheidsopgave die zij niet kunnen waarmaken (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 61). De investeringskracht van de regionale corporaties is een resultaat van in het verleden opgebouwde schulden plus de verdien capaciteit van het bezit (Autoriteit woningcorporaties, 2018, p. 61).

Aedes heeft in samenwerking met de corporaties berekend wat ervoor nodig is om de sociale voorraad in 2050 CO2 neutraal te maken. Volgens Aedes (2018b, p. 2) gaat het de sector totaal circa 108 miljard euro kosten om 2,4 miljoen woningen te verduurzamen. Aedes (2018b, p. 2) stelt wel dat de beschikbaarheid van financiële middelen, nu en in de toekomst, een randvoorwaarde is voor deze verhoogde maatschappelijke ambitie. Omgerekend moet de sector jaarlijks 3,4 miljard euro investeren bovenop de andere opgaven van de sector (Aedes 2018b, p. 2). Aedes (2018b, p. 2) is ook van mening dat de sector onvoldoende investeringskracht heeft om dit waar te kunnen maken. De corporatiesector geeft nu aan dat de sectorvertegenwoordigers aan de klimaat Tafel een te grote broek hebben aangetrokken (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 9). De duurzaamheidsambitie zoals deze er nu ligt, is onhaalbaar en onrealistisch (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 9). Het risico bestaat dat de politiek de verduurzaming van de gebouwde omgeving via wetgeving afdwingt (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 9). Van alle corporaties geeft 57% aan onvoldoende financiële middelen te hebben om de verduurzamingsopgave te bekostigen (Capital Value, 2019, p. 6). Volgens Aedes (2018b, p. 4) moet er dan ook een financieel akkoord gesloten worden met de overheid waarbij alle kerntaken, zoals beschikbaarheid en betaalbaarheid, van corporaties zijn gewaarborgd. Corporaties zijn bereid om de koplopers rol te nemen in de duurzaamheidsopgave maar willen voorkomen dat de laagste inkomens betalen voor het experimenteren in nieuwe technieken (Aedes, 2018b, p. 4). Aedes (2018b, p. 4) vindt dat de overheid koplopers moet belonen met extra prikkels en ondersteuning.

3.3.2 Politieke onvoorspelbaarheid

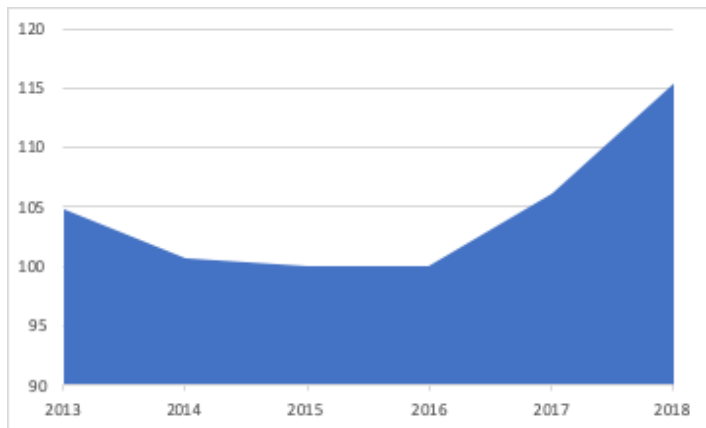
Vanuit de landelijke politiek is er sprake van negatieve beeldvorming over de corporatiesector (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). De corporaties hebben last van het beeld dat zij vermogend zijn en onvoldoende investeren (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). Daarnaast heeft de politiek een te ambitieuze eigen agenda en vrezen de corporaties dat zij deze agenda's moeten financieren (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). De politieke onvoorspelbaarheid komt volgens de corporaties tot uiting in inconsistente regievoering, een te korte horizon en systeemdenken.

De landelijke politiek benadert de corporatiesector als één woningmarktsector terwijl er regionale verschillen tussen corporaties bestaan (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). Er bestaat niet één aanpak waardoor een gedifferentieerde regionale aanpak vereist is (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). De horizon van politici, landelijk of gemeentelijk is relatief kort (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7). Zo kan besluitvorming in korte tijd fluctueren. Een voorbeeld hiervan is de recente wetwijziging (Ollongren, 2018a, p. 4) op de vereenvoudiging van de markttoets voor toegelaten instellingen volkshuisvesting bij de ontwikkeling van woningen in de middenhuur. Deze markttoets was juist een resultaat van het afbakenen van de kerntaken van corporaties bij de invoering van de Woningwet in 2015. Dit soort korte termijn besluiten maken het voor de corporatie ingewikkeld om een langetermijnstrategie te hebben en de daarbij behorende investeringen te doen (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7).

Na de parlementaire enquête en de invoering van de nieuwe Woningwet is de regeldruk voor corporaties verdrievoudigd (Bex, Van der Poel, Van der Heijden, & De Beet, 2017, p. 4). De schatting is dat dit de sector structureel 90 miljoen euro per jaar kost (Bex et al., 2017, p. 4). Deze regeldruk is mede ingegeven door toegenomen regelgeving. Het risico dat corporaties zien is dat er een situatie ontstaat waarbij het gaat om het -verantwoorden voor het verantwoorden - vanuit systeemdenken (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 7).

3.3.3 Toenemende lastendruk door de ontwikkeling van de (ver)bouwkosten

De directeur van de Aw Kees van Nieuwamerongen stelt in een interview in de Cobouw (2019) dat de realisatie van nieuwe woningen in alle hoeken van Nederland in de knel komt door de stijgende (ver)bouwkosten. Volgens van Nieuwamerongen (Cobouw, 2019) zijn de prijsstijgingen in de bouw schrikbarend en maakt hij zich zorgen over de geluiden die hij hoort bij de corporaties die hij bezoekt. De ontwikkeling van de (ver)bouwkosten is terug te zien in figuur 4.



Figuur 4 Outputprijsindex bouwkosten nieuwbouw (Bron: CBS Statline)

In de periode van 2016 tot en met 2018 zijn de bouwkosten van een nieuwbouwwoning met 15,4% gestegen en in 2019 verwacht men nog een stijging van 5,9% (Cobouw, 2019). Waar een corporatie in 2016 nog een woning kon afnemen voor 160.000 euro is dat anno 2019 ruim 193.000 euro. Ter vergelijking zijn de bouwkosten van een nieuwbouwwoning in 2018 gestegen met 9,2% (CBS, 2019) terwijl de corporaties een gemiddelde huurverhoging van 1,7% (CBS, 2018) doorgevoerd hebben. Alleen al deze discrepantie tussen de stijging van de inkomsten en de stijging van de kosten zet de verdien capaciteit van een corporatie onder druk. Ook Aedes onderkent de gevolgen van de sterk stijgende bouwkosten. Zo hebben zij onderzoek gedaan naar de knelpunten van de ontwikkeling van nieuwe huurwoningen. Hierbij gaf 46% aan dat de stijgende bouwkosten de realisatie van nieuwe huurwoningen belemmert (Aedes, 2019a).

3.3.4 Toenemende lastendruk door belastingdruk

De toenemende lastendruk van 'overheidswege' scoren de corporaties als derde in de strategische risicokaart van Breij & Van der Weerd (2019, p. 14). De Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD) en de daarbij behorende vennootschapsbelasting (VPB) gecombineerd met de verhuurderheffing zijn hier vooral debet aan (Breij & Van der Weerd, 2019, p. 8).

Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD)

Op 11 september schreef J. Kriens, directeur van de Vereniging Nederlandse Gemeente, een brief naar het ministerie van BZK. Hierin deed hij het verzoek om de corporaties uit te sluiten van de ATAD-regelgeving die vanuit de Europese Unie is opgesteld. De ATAD is ervoor bedoeld om te voorkomen dat multinationals constructies opzetten om belasting te ontwijken (Kriens, 2018). Volgens Kriens (2018) gaat de ATAD de corporatiesector jaarlijks circa 300 miljoen euro kosten. Volgens de Aw (2018, p. 51) zal de tariefbijstelling voor de VPB, die vanaf 2019 ingevoerd wordt, het effect nog enigszins dempen. De ATAD beperkt bedrijven in de renteaftrek op leningen waardoor ze uiteindelijk meer VPB moeten betalen. Volgens Aedes (2017a) heeft deze wetwijziging een nadelig effect op corporaties die meer leningen hebben dan winst. Voorheen konden corporaties de schuld aftrekken van de VPB waardoor zij nagenoeg geen VPB hoefden te betalen.

Het kabinet heeft de keuze om deze wetgeving zo in te voeren dat corporaties uitgesloten worden van deze extra belasting (Kriens, 2018). Wanneer corporaties wel verplicht worden om aan de ATAD te voldoen, betekent dit volgens Kriens (2018) dat de corporaties een boete moeten betalen voor broodnodige maatschappelijke investeringen. Deze boete wordt uiteindelijk doorbelast in de woonlasten van de huurders (Kriens, 2018). Aedes (2017a) stelt zelfs dat de overheid corporaties aanmoedigt om schulden te maken door meer te investeren en het zou dan ook zuur zijn wanneer corporaties geraakt worden door deze wetswijziging. Corporaties sluizen geen winsten naar buitenlandse bedrijfsonderdelen om belasting te ontwijken en Aedes (2017a) gaat ervan uit dat de overheid dit ook beseft en de corporaties uitsluit van de ATAD.

Ondanks aandringen van Aedes en de VNG heeft de overheid corporaties niet uitgesloten van de ATAD. De overheid geeft aan dat het niet mogelijk is om corporaties uit te sluiten van deze Europese regelgeving omdat dit een risico voor ongeoorloofde staatssteun is. Ter compensatie krijgen de corporaties een korting van 100 miljoen euro op de verhuurderheffing (Aedes, 2018c). Jaarlijks lijkt de ATAD de corporatiesector ruim 300 miljoen te kosten en de VPB stijgt volgens Aedes (2019b) vanaf 2021 naar de 500 miljoen euro. Toch heeft Staatssecretaris Snel van Financiën de Eerste Kamer toegezegd dat corporaties deze kabinetsperiode een lastenverlichting krijgen. Niet alleen heeft de corporatiesector hier kritisch op gereageerd maar ook de oppositie heeft haar vraagtekens geplaatst bij deze toezegging gezien de huidige ontwikkelingen (Aedes, 2018c).

Verhuurderheffing

Verhuurders die meer dan vijftig sociale huurwoningen verhuren, zijn verplicht een heffing af te dragen over de WOZ-waarde van deze woningen. Het doel van deze heffing is voornamelijk om de staatsschuld te verminderen en is een voortvloeisel uit het Woonakkoord (Rijksoverheid, 2019). Tevens zou deze maatregel een positief effect hebben op het functioneren van de woningmarkt (Rijksoverheid, 2019). De hoogte van de verhuurderheffing is dit jaar 0,561% van de WOZ-waarde en dit tarief loopt op tot 0,563% in 2022 waarna het vanaf 2023 naar 0,537% zakt (Rijksoverheid, 2019). In 2017 droegen de corporaties gemiddeld 723 euro per sociale huurwoning af aan de Belastingdienst (Woonbond, 2017).

In 2016 hebben Veenstra, Allers & Garretsen in opdracht van het Centrum voor Onderzoek van de Economie van de Lagere Overheden een onderzoek uitgevoerd naar de werking van de verhuurderheffing. Dit onderzoek is in de vorm van een evaluatie uitgevoerd. De conclusie van dit onderzoek was dat de rechtvaardiging van de verhuurderheffing arbitrair is en leidt tot economische verstoringen (Veenstra, Allers & Garretsen, 2016, p.p. 8-9). Wat Veenstra, Allers & Garretsen (2016, p.p. 8-9) ook voorspelden is dat de verhuurderheffing de corporaties beperken in hun investeringsruimte en dat het een negatief effect zou hebben op het aantal nieuw te realiseren woningen. In reactie op dit onderzoek hebben Aedes, VNG en de Woonbond (2016) de krachten gebundeld en concluderen zij dat de verwachtten effecten van hogere huren, minder nieuwbouw en verkoop sociale huurwoningen, inderdaad zijn opgetreden.

Sinds dit jaar is de maximale WOZ-waarde waarover corporaties verhuurderheffing betalen, verhoogd van 250.000 euro naar 270.000 euro (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2018). Het is op dit moment nog niet duidelijk hoeveel dit de corporaties extra gaat kosten (Aedes, 2018a). Deze maatregel heeft met name impact in stedelijke gebieden, waar de marktwaares het hardst gestegen zijn en de opgaven het grootst zijn (Aedes, 2018a). Volgens Aedes (2018a) is deze verhoging daarom ook een slecht idee en leidt dit tot minder investeringscapaciteit voor corporaties die opereren in kraptere regio's. Het verhogen van de belastingdruk bij corporaties ligt niet in lijn met de opgaven die de overheid bij de corporaties neerleggen op het gebied van betaalbaarheid, nieuwbouw en duurzaamheid (Aedes, 2018a).

3.3.5 Niet realiseren maatschappelijke opgave, het tekort aan huurwoningen

Recent onderzoek naar de Nederlandse woningmarkt door Capital Value (2019) toont aan dat de groei van de bevolking en huishoudens, in combinatie met de traag op gang komende realisatie van nieuwe woningen, zorgt voor een alarmerend oplopend woningtekort. De woningbouwopgave is, net als de duurzaamheidsopgave, per regio verschillend (Planbureau voor de Leefomgeving, 2018, p. 67). Met name in de grote steden is de opgave het grootst en de plancapaciteit het kleinst (Planbureau voor de Leefomgeving, 2018, p. 67). Waar in 2018 het hoogtepunt van het tekort verwacht werd in 2021 met een tekort van 235.000 woningen, tonen nieuwe berekeningen aan dat het verwachte tekort in 2019 oploopt tot 263.000 (Capital Value, 2019, p. 5). De komende vijf jaar verwacht men dan ook dat de behoefte aan huurwoningen groter is dan het aanbod (Capital Value, 2019, p. 6). Jaarlijks worden er 175.000 meer huurwoningen gevraagd dan aangeboden (Capital Value, 2019, p. 6). Volgens Capital Value (2019, p.6) is het tekort onder te verdelen in 83.000 huurwoningen in het middeldure-segment en 92.000 in het sociale segment.

Volgens Conijn (2019a) is de daling van de woningbouwproductie van corporaties vooral te wijten aan de verhuurderheffing. Na de invoering van de verhuurderheffing in 2013 is de woningbouwproductie bij corporaties gehalveerd (Conijn, 2019a). Het vooruitzicht van de verhuurderheffing op een sociale huurwoning, leidde tot een lagere waarde, en een lagere waarde leidt tot een lager eigen vermogen (Conijn, 2019a). En volgens Conijn (2019a) dalen de investeringen bij een lager eigen vermogen. Velen, waaronder de toezichthouders, hebben gewaarschuwd voor dit effect van de verhuurderheffing echter vond dit geen gehoor bij de politiek (Conijn, 2019a) De verhuurderheffing is een feit en blijft de woningbouwproductie steken op 15.000 per jaar (Conijn, 2019a).

In de kamerbrief "Meer prioriteit voor woningbouw" onderkent de minister het 'woningtekortprobleem' en wil hier met betrokken partijen maatregelen tegen nemen (Ollongren, 2018, p.p. 1-5). Volgens Ollongren (2018, p. 1) betalen uiteindelijk bewoners en woningzoekende voor het woningtekort. Niet alleen door de stijgende huur- en koopprijzen, maar ook door oplopende wachtlijsten en beperkte doorstroming bij sociale huurwoningen (Ollongren, 2018, p. 1). Hierdoor wordt de toegankelijkheid van populaire steden beperkt. De minister (Ollongren 2018, p. 2) wil regio's stimuleren om meer prioriteit te geven aan woningbouw. Door het tijdig beschikbaar

stellen van voldoende plancapaciteit voor woningbouw moeten lokale overheden en – partijen in staat stellen om de woningbouwproductie te verhogen (Ollongren, 2018, p. 2).

De nieuwbouwopgave voor de corporatiesector is gesteld op 120.000 nieuwe sociale huurwoningen tot 2022 (Capital Value, 2019, p. 6). Volgens Capital Value (2019, p.6) hebben de corporaties in 2018 gezamenlijk 6.100 bouwvergunningen aangevraagd. Het lijkt daarom onwaarschijnlijk dat de corporaties deze doelstelling halen. De ondervraagde corporaties dragen vooral de hoge bouwkosten aan als voornaamste knelpunt (Capital Value, 2019, p. 6).

3.4 Samenvatting

Vanaf 2015 is de marktwaarde gestegen terwijl de bedrijfswaarde een daling liet zien. Waar de ontwikkeling van de WOZ-waarde zorgt voor de stijging van de marktwaarde, leiden afnemende kasstromen voor de daling van de bedrijfswaarde. De kasstromen van de corporatiesector hebben te lijden onder de toegenomen aandacht voor betaalbaarheid en stijgende belastingheffingen. Dit euvel zorgt er ook voor dat er twee tegenovergestelde ontwikkelingen zichtbaar zijn in de financiële ratio's van de corporatiesector. Waar de solvabiliteit en de dekkingsratio, sterk verbeteren, stabiliseren de LTV en de ICR. Dit komt doordat de solvabiliteit en dekkingsratio tot stand komen door de marktwaarde. Daarentegen hebben de beleidskastromen invloed op de LTV en de ICR.

Waar de Aw in het sectorbeeld 2018 haar zorgen uit over het verdienmodel van corporaties laat het onderzoek van Breij & Van der Weerd een soort gelijk beeld zien. Zij hebben in totaal dertig bestuurders van corporaties en vertegenwoordigers van de sector gevraagd welke strategische risico's zij voorzien die een significante impact kunnen hebben op de volkshuisvestelijke doelstellingen van sector de komende tien jaar. Wat opvallend en tegelijkertijd zorgwekkend is dat de vier risico's die het hoogst scoren, externe risico's zijn waarop de corporatiesector geen, of beperkt, invloed op heeft.

In het nationale Klimaatakkoord staat dat Nederland de CO₂-uitstoot voor 2050 met 49% terugdringt. Voor de corporatiesector betekent dit dat zij circa 2,4 miljoen woningen voor 2050 moeten isoleren en voorzien van duurzame energie. Deze opgave gaat de sector circa 108 miljard euro kosten. Vooral in de grote steden is de duurzaamheidsopgave het grootst terwijl hier juist de corporaties actief zijn met de minste investeringskracht. Ook zijn de corporaties aangewezen als koplopers in het verduurzamen van de Nederlandse woningvoorraad. Dit betekent eigenlijk dat er qua duurzaamheid gepioneerd wordt ten koste van de huurders met de 'kleinste' portemonnee.

Naast de duurzaamheidsopgave zorgt de toenemende belastingdruk voor het onder druk staan van het verdienmodel van corporaties. De invoering van de Europese heffing ATAD kost de sector jaarlijks naar verwachting circa 300 miljoen euro. Daarnaast stijgt de VPB naar verwachting vanaf 2021 naar de 500 miljoen

euro per jaar en tel hierbij op de alsmat stijgende verhuurderheffing. Dit toont aan dat de belastingdruk voor corporaties groot te noemen is en niet lijkt af te nemen.

Tenslotte hebben we in Nederland nog steeds een tekort aan woningen. Voor de totale sector geldt een nieuwbouwopgave van 120.000 woningen tot 2022. Hiervan de verwachting is dat de sector deze, onder de huidige omstandigheden, bij lange na niet haalt.

Hiermee is het institutionele kader gereed en is tevens deelvraag 2 beantwoord. In Tabel 6 is het antwoord hierop schematisch weergegeven.

Tabel 6: Samenvattingstabel institutioneel kader

Empirische analyse	Conclusie	Toetsing praktijkonderzoek
<i>Strategische risico's</i>		
In het Sectorbeeld signaleert de Aw dat het verdienmodel van corporaties onder druk staat. Dit is niet alleen terug te zien in de ontwikkeling van de markt- en bedrijfswaarde maar ook in die van de financiële ratio's.	Er moet iets veranderen aan het verdienmodel van corporaties want de kosten stijgen terwijl de inkomsten stabiliseren.	Hoe komt dit terug in de rendementseis van een corporatie en wat betekent dit voor de ambities die zij, en de stakeholders, hebben?
Zowel de corporatiesector als de Aw zien een aantal strategische risico's die het presteren van corporaties de komende 10 jaar bedreigen.	De belangrijkste bedreigingen zijn vooral externe factoren waar de corporaties geen of nauwelijks invloed op hebben. De risico's zijn onder te verdelen in: - te ambitieuze duurzaamheidsopgave - politieke onvoorspelbaarheid - niet realiseren maatschappelijke opgave - toenemende lastendruk	Normaliter is het risicoprofiel van een belegging/investering bepalend voor de rendementseis. Aangezien het hier gaat om vrijwel externe invloeden zou men verwachten dat de corporaties deze risico's verwerken in de rendementseis.

4 Methodologische verantwoording

In de voorgaande hoofdstukken zijn het theoretisch- en institutionele kader behandeld. In dit hoofdstuk wordt uiteengezet hoe middels praktijkgericht onderzoek data verzameld is om de waarnemingen uit hoofdstuk 2 en 3 te toetsen aan de praktijk. Allereerst wordt een algemene beschouwing van dit onderzoek gegeven om vervolgens de toegepaste onderzoeksmethoden toe te lichten.

De volgende twee citaten schetsen, niet zozeer een beeld betreft de kennislacunes over dit onderwerp, maar geven meer een beeld van het spanningsveld. In een interview met Cobouw schets A. Schakenbos, bestuursvoorzitter bij Vestia de volgende situatie: *‘Het verdienmodel van corporaties staat te veel onder druk. Als de corporaties en politiek Den Haag niet ingrijpen, glijdt een waardevol volkshuisvestingssysteem langzaam af’* (Doodeman, 2019). In 2018 publiceerde de Woonbond, belangenbehartiger van huurders, het volgende standpunt: *‘Het Sectorbeeld bevestigt het beeld van de Woonbond dat er bij corporaties voldoende ruimte is voor huurverlaging’* (Woonbond, 2018). Dit onderzoek gaat deze discussie zeker niet beslechten maar heeft wel als doel om een handreiking te doen richting de sector hoe tot een verantwoorde rendementseis te komen.

In het theoretisch kader is aangetoond wat de sector verstaat onder financiële continuïteit en is deelvraag 1 beantwoord. In het institutionele kader komen de strategische risico’s die corporaties voorzien voorbij en is deelvraag 2 beantwoord. Middels de interviews is getracht een beeld te vormen van de huidige situatie hoe corporaties tot een rendementseis komen en is tevens getoetst of dit overeenkomt met de bevindingen uit het theoretisch- en institutioneel kader. Dit leidt uiteindelijk tot de beantwoording van deelvraag 3 in hoofdstuk 4. Deelvraag 4 over de toepasbaarheid van het afwegingskader van Ortec bij grote corporaties wordt in hoofdstuk 5 beantwoord.

De resultaten uit het theoretisch-, institutioneel kader en het praktijkgerichte onderzoek moeten samen een antwoord geven op de vraag op welke wijze corporaties een verantwoorde rendementseis kunnen bepalen voor investeringen in het DAEB-segment.

4.1 Verkennend interview

Alvorens gestart is met het praktijkgerichte onderzoek is door middel van literatuuronderzoek zoveel mogelijk relevante literatuur gezocht bij het onderwerp. Literatuuronderzoek is dan ook geschikt om zoveel mogelijk informatie te verzamelen ter voorbereiding op het onderzoek (Baarda et al., 2013, p. 72). Na het literatuuronderzoek is ter verkenning een interview gehouden met N. Kornegoor, Senior-consultant woningcorporaties bij Finance Ideas. Het doel van dit interview was om te verkennen hoe de sector nu tot een rendementseis komt voor DAEB-investeringen en tegen welke problemen zij aanlopen. Finance Ideas is een onafhankelijk consultancybureau voor maatschappelijke ondernemingen zoals corporaties. Doordat zij meerdere corporaties van groot tot klein financieel adviseren, hebben zij een goed beeld hoe de sector op dit

moment met het onderzoeksonderwerp omgaat. Aan de hand van de resultaten van dit verkennende interview, en het literatuuronderzoek, is het uiteindelijke interviewschema opgesteld die als leidraad diende bij de overige interviews. Met desbetreffende expert zijn deze vragen ook inhoudelijk besproken, zodat de input van deze respondent ook in het empirisch onderzoek is verwerkt.

4.2 Interviews tijdens praktijkgericht onderzoek

Nadat het theoretisch kader neergezet is door middel van literatuuronderzoek is gestart met het praktijkgericht kwalitatief onderzoek. In dit praktijkgericht onderzoek zijn de theorieën uit hoofdstuk 2 en 3 getoetst aan de praktijk. Dit is gedaan door het houden van interviews onder een aantal specialisten uit de corporatiesector. Daarnaast gaven de interviews een goed beeld op welke manieren corporaties tot een rendementseis komen en tegen welke problemen zij aanlopen. Hierbij was het belangrijk om de meningen en ervaringen van de specialisten op te halen. Het houden van interviews is een goede manier om data te verzamelen over de kennis en ervaringen van mensen (Baarda et al., 2013, p. 72). Zoals beschreven in paragraaf 2.1, bestaan er veel verschillende methodes, theorieën en meningen om een rendementseis te bepalen. Ook liet het vooronderzoek zien dat corporaties een rendementseis op verschillende manieren bepalen (Kornegoor, 2019). Een gestructureerd onderzoek is hierdoor minder geschikt omdat bij een dergelijk interview de vragenlijst van tevoren vastligt en weinig flexibiliteit biedt om hiervan af te wijken (Van der Velde, Jansen, & Dijkers, 2016, p. 105). Doordat van tevoren niet exact bekend was op welke manier de corporatie van de geïnterviewde tot een rendementseis komt, was het niet mogelijk om een dichtgetimmerde interviewgids op te stellen. Hierom is ervoor gekozen om half gestructureerde interviews te houden.

Een nadeel van het houden van interviews is dat in enige mate het risico bestaat dat de geïnterviewde sociaal wenselijke antwoorden geeft (van der Velde et al., 2016, p. 121). Dit is ondervangen doordat de interviewer bij opvallende antwoorden doorvroeg. Over het algemeen gaven de geïnterviewde openhartige antwoorden ook bij zaken die bij de corporaties waar zij werken niet op orde zijn.

Bij kwalitatief onderzoek begint de analyse niet pas nadat alle data verzameld is (van der Velde et al., 2016 p. 114). Tijdens het interview vat de interviewer de antwoorden van geïnterviewde al zoveel mogelijk samen en vraagt op benodigde onderdelen door om het antwoord helder te krijgen. Als de feedback van de interviewer overeenkomt met het beeld van de respondent is er een gezamenlijk begrip en interpretatie van het desbetreffende gespreksonderwerp (Van der Velde et al., 2016, p. 114). Van de interviews zijn verslagen (Bijlage 1) gemaakt waarbij alleen kerninformatie opgenomen is. Het risico van het samenvatten van interviews is dat er eigen herinneringen aan het gesprek opgenomen worden in plaats van feitelijke tekst (Van der Velde et al., 2016, p.114). Om dit te voorkomen zijn alle interviews opgenomen en gebruikt bij de uitwerking van de interviews. De opnames zijn in het bezit van de onderzoeker en eventueel beschikbaar in het kader van reproduceerbaarheid. Daarnaast zijn de samenvattingen ook ter goedkeuring naar de respondenten gestuurd om te voorkomen dat er onwaarheden in staan. De samenvattingen van de interviews zijn te vinden in bijlage 1.

De data uit de interviews is geanalyseerd teneinde patronen in de antwoorden te vinden. Respondenten gaven bij de vragen regelmatig dezelfde soort antwoorden waardoor op de belangrijkste onderdelen heldere patronen waren te ontdekken. Deze patronen zijn per vraag verwerkt in samenvattende tabellen in paragraaf 4.5.

Het onderzoek van Ortec kwam in paragraaf 2.3 al ruimschoots aan de orde. Dit onderzoek is onder zestien, over het algemeen kleinere landelijke, corporaties uitgevoerd. Het uiteindelijke afwegingskader dat hieruit resulteerde, zijn als aanvulling ook voorgelegd aan de respondenten. Hierbij was de toets of de aanbevelingen ook voor de grotere corporaties die opereren in grootstedelijke gebieden zouden kunnen werken. Om de onderzoekscirkel helemaal te sluiten is er een afrondend interview gehouden met J. Eijsvogels, senior-consultant bij Ortec en tevens één van de auteurs van het onderzoek, om de uitkomsten van de twee onderzoeken met elkaar te confronteren.

4.3 Respondenten

De interviews zijn gehouden onder een gerichte steekproef waarbij is gestratificeerd op volume en werkgebied. Het vergelijkbaar onderzoek van Ortec is uitgevoerd onder kleine corporaties met een volume tot 5.000 woningen die hun werkgebied niet in G4 steden hebben. Daarom is er voor dit onderzoek gekozen om een steekproef te nemen onder experts van de vijf grootste corporaties, aangevuld met een middelgrote, met een werkgebied in grootstedelijk gebied. Door de keuze bestaat het risico dat de steekproef niet representatief is voor de gehele corporatiesector - ook wel bekend onder het fenomeen elitevertekening. Elitevertekening is in dit geval het verschijnsel dat de onderzoeker alleen maar oog heeft voor de informanten die bij grotere corporaties werken en dus de kleinere corporaties uit het oog verliest (Baarda et al., 2013, p.92). Grotere corporaties zouden bijvoorbeeld een meer professioneler apparaat kunnen hebben met meer kennis van zaken over de materie en daarmee leiden tot selectieve uitkomsten. Dit is in dit onderzoek deels ondervangen door Finance Ideas en Ortec, consultancybureaus die meerdere corporaties van klein tot groot adviseren, te interviewen. Ook zijn de resultaten van het onderzoek dat Ortec heeft uitgevoerd onderdeel van dit onderzoek geworden. Daarmee kan een deel van de elitevertekening worden voorkomen - er is aandacht voor een breed aantal mogelijke invalshoeken van verschillende partijen op grond waarvan de benodigde data is verzameld.

Tabel 7 toont het overzicht welke functionarissen zijn geïnterviewd en waar zij werken.

Tabel 7: Overzicht respondenten

Naam	Organisatie	Huidige functie
S. Köhler	De Alliantie	Controller
G. Grevelink	Eigen Haard	Senior Projectcontroller
R. Boer	Eigen Haard	Senior Projectcontroller
T. Verhagen	Eigen Haard	Directeur Finance & Control
N. Kornegoor MSc RE	Finance Ideas	Senior-adviseur woningcorporaties
J. Eijsvogels	Ortec Finance	Senior consultant
J. de Ruiter	Parteon	Directeur Financiën en Bedrijfsondersteuning
W. Debets MSRE	Portaal	Portefeuillemanager
P. Tazelaar MRE	Vestia	Manager strategie, beleid en communicatie
Y. Unlu MRE	Ymere	Hoofd assetmanagement

4.4 Representativiteit steekproef

Het onderzoek is uitgevoerd onder de vijf grootste corporaties van Nederland aangevuld met een middelgrote corporatie. De deelnemende corporaties inclusief het aantal woningen dat zij verhuren in het DAEB-segment zijn weergegeven in tabel 8.

Tabel 8: Aantal DAEB-woningen per corporatie

Corporatie	Aantal woningen
Ymere	73.293
Vestia	65.870
Eigen Haard	55.849
De Alliantie	53.605
Portaal	53.178
Parteon	16.110
<i>Totaal</i>	<i>317.905</i>

In tabel 8 is te zien dat de deelnemende corporaties 13% van de in totaal circa 2,4 miljoen woningen die de corporatiesector exploiteren, bezitten. Hiermee wordt de steekproef voldoende representatief geacht.

4.5 De resultaten

In deze paragraaf worden de resultaten van de gehouden interviews uiteengezet. Per onderzoeksthema is een samenvattingstabel gemaakt die de antwoorden van de respondenten presenteren. De meest relevante of opmerkelijke resultaten worden toegelicht. In bijlage 1 staan de verslagen van de afgenomen interviews.

Bepaling rendementseis investeringen DAEB-segment

Uit de interviews met de respondenten bleek al snel dat corporaties een rendementseis hebben op bedrijfsniveau en een rendementseis om individuele (des)investeringsvoorstellen op te beoordelen. In tabel 9 is te zien op welke manier de corporaties een rendementseis bepalen voor deze twee verschillende niveaus en hoelang de exploitatiehorizon is voor de rendementsberekening op projectniveau.

Tabel 9: Onderzoeksresultaten bepaling rendementseis

Corporatie	Bepaling rendementseis		
	Rendementseis op bedrijfsniveau	Rendementseis op projectniveau	Horizon exploitatie bij rendementseis op projectniveau
De Alliantie	WACC	- IRR-markt nieuwbouw - IRR-beleid nieuwbouw - IRR-markt renovatie - IRR-beleid renovatie	15 jaar
Eigen Haard	WACC	- IRR-beleid EGW/MGW en per GBO	50 jaar
Parteon	WACC	- IRR-markt - IRR-beleid	50 jaar
Portaal	WACC	- IRR-markt - IRR-beleid - direct rendement	15 jaar
Vestia	WACC	- IRR-beleid voor nieuwbouw - 2/3 rendabel op bedrijfswaarde renovaties	15 jaar
Ymere	WACC	- IRR-beleid - BAR	15 jaar

Een opvallende uitkomst is dat alle zes de corporaties een rendementseis op bedrijfsniveau hebben bepaald volgens de WACC-methodiek. Vervolgens hebben ze allen deze WACC vertaald naar een IRR-rendementseis. Dat ze allen een IRR hanteren is ook de enige overeenkomst die de corporaties hebben want allen berekenen en passen de IRR op een andere manier toe. Waar De Alliantie een aparte 'IRR-markt' en 'IRR-beleid' toepassen voor nieuwbouw en renovatie, past Eigen Haard een IRR-beleid toe op type woning en per oppervlakte-klassen. Vestia hanteert voor nieuwbouwprojecten een IRR-beleid toe en bij renovaties moet 2/3 van de investering terugverdiend worden in de bedrijfswaarde. Portaal hanteert naast de IRR ook een eis op direct rendement en Ymere doet dat middels een BAR-eis. Eigen Haard en Parteon zijn de enige die werken met een IRR-model met een exploitatie van 50 jaar. De overige corporaties hanteren een model van 15 jaar.

Bovenstaande past in het beeld dat Kornegoor en Eijsvogels (Bijlage 1) hebben vanuit de praktijk. Zij stellen dat er bijna geen corporaties zijn die op eenzelfde manier tot een rendementseis komen voor investeringen in het DAEB-segment.

Bepaling rendementseis op eigen vermogen

In tabel 10 staan de resultaten van de manieren waarop de deelnemende corporaties een rendementseis op het eigen vermogen bepalen. Ook laat de figuur zien welke strategische keuzes de corporatie maken wat betreft de

ontwikkeling van het eigen vermogen. Dit is namelijk van belang om de financiële continuïteit van een corporatie te bepalen.

Tabel 10: Onderzoeksresultaten rendementseis eigen vermogen

Corporatie	Rendementseis eigen vermogen	
	Rendement eigen vermogen	Strategische keuze vermogenspositie
De Alliantie	Inflatievolgend	max. kaders Aw/WSW
Eigen Haard	Bouwkostenindex	max. kaders Aw/WSW
Parteon	Inflatievolgend	max. kaders Aw/WSW
Portaal	Inflatievolgend	max. kaders Aw/WSW
Vestia	Eigen benadering	max. kaders Aw/WSW
Ymere	Eigen benadering	max. kaders Aw/WSW

Uit het interview met Kornegoor (Bijlage 1) blijkt dat corporaties verschillend omgaan met het bepalen van het rendement op eigen vermogen. Volgens Kornegoor (Bijlage 1) zijn er corporaties die er pragmatisch mee omgaan door het rendement op eigen vermogen inflatievolgend te laten zijn.

Drie van de zes corporaties kiezen ervoor om het rendement op eigen vermogen inflatievolgend te laten zijn. Eigen Haard daarentegen kiest ervoor om het rendement te koppelen aan de bouwkostenindex omdat deze de afgelopen jaren harder stegen dan inflatie. Volgens Verhagen heeft Eigen Haard de doelstelling om het eigen vermogen in stand te houden zodat zij in de toekomst kunnen blijven doen wat zij doen. Doordat de bouwkosten de afgelopen jaren en op dit moment harder stijgen dan inflatie hebben ze bij Eigen Haard voor deze variant gekozen.

Vestia heeft daarentegen het rendement op eigen vermogen bepaald door te veronderstellen dat de het rendement op eigen vermogen net zo hoog moet zijn als het rendement op vreemd vermogen (Tazelaar, Bijlage 1). Ymere heeft wel een poging gedaan om het rendement op eigen vermogen volgens de CAPM te bepalen maar hebben uiteindelijk voor een eigen benadering gekozen. Bij deze benadering hebben ze volgens geïnterviewde Unlu (Bijlage 1) vooral gekeken naar wat zij als Ymere onder aan de streep nodig denken te hebben om aan de investeringsbehoefte te kunnen voldoen.

Zoals in tabel 10 te zien is, zegt géén van de deelnemende corporaties een strategische keuze gemaakt te hebben betreft de ontwikkeling van de eigen vermogenspositie. Wat betreft de ontwikkeling van de eigen vermogenspositie houden de corporaties als grens de minimale normen aan de financiële ratio's die de Aw/WSW hanteren. Dit zijn de financiële ratio's die de financiële positie van de corporaties bepalen.

Financiële beoordeling investeringsprojecten

Volgens Kornegoor (Bijlage 1) kan een corporatie best een aantal keer een project doen met een slecht rendement, zonder dat zij 'kopje onder' gaan. Geïnterviewde Eijsvogels (Bijlage 1) merkt op dat de gestelde rendementseisen niet meer houdbaar zijn en geactualiseerd moeten worden. Tegelijkertijd merkt Eijsvogels dat corporaties zichzelf afvragen of ze überhaupt wel mee willen in deze bouwkostenontwikkeling. De corporaties voeren meer een principieel gekleurde discussie dan dat projecten niet doorgaan doordat deze de rendementseis niet halen (Eijsvogels, Bijlage 1).

Tabel 11: Onderzoeksresultaten projectbeoordelingen

Corporatie	Beoordelen project en acties bij het niet halen van de rendementseis	
	Actie op portefeuilleniveau	Eis bij beoordeling project
De Alliantie	- heroverwegen ambities - hold/sell-analyse	- nieuwbouw moet aan rendementseis voldoen - bij een renovatie mag het rendement op projectniveau afwijken zolang portefeuillerendement wordt gehaald
Eigen Haard	- heroverwegen ambities	- op projectniveau mag het rendement afwijken zolang het Portefeullierendement wordt gehaald
Parteon	- beheersen (ver)bouwkosten - meer kleinere woningen in wensportefeuille	- op projectniveau mag het rendement afwijken zolang het portefeuille-rendement wordt gehaald
Portaal	- bijstellen rendementseis - heroverwegen ambities	- op projectniveau mag het rendement afwijken zolang het portefeuillerendement wordt gehaald
Vestia	- bijstellen rendementseis - heroverwegen ambities	- op projectniveau mag het rendement afwijken zolang het portefeuillerendement wordt gehaald
Ymere	- heroverwegen ambities	- bij hoge uitzondering mag het rendement op projectniveau afwijken zolang het portefeuillerendement wordt gehaald - sell vanuit hold/sell analyse

Tabel 11 laat zien dat corporaties op projectniveau wel een toets doen op projectniveau maar wanneer het niet voldoet aan de rendementseis, zij tevens kijken of zij de rendementseis op portefeuille- of bedrijfsniveau niveau wel halen.

Het heroverwegen van de ambities, noemen de respondenten als meest voorkomende actie op het niet halen van de rendementseis. Portaal en Vestia zijn voornemens om de rendementseis bij te stellen omdat zij simpelweg zien dat deze structureel te hoog ligt. Alleen bij Parteon stelt men zowel de investeringsambitie als de rendementseis niet bij.

Het financieel beoordelingskader van Ortec

In tabel 12 staan de resultaten vermeld op de vragen die zijn gesteld betreft het financieel beoordelingskader van Ortec. Dit kader bevat een aantal parameters die inzicht geven in het effect van een voorgenomen investering op de financiële ratio's waarmee de Aw de financiële positie van corporaties beoordelen. Het is opvallend dat alle respondenten aangeven dat het effect van individuele projecten te beperkt is om ze te kunnen beoordelen op financiële ratio's.

Tabel 12: Onderzoeksresultaten beoordelingskader Ortec Finance

Corporatie	Onderzoek Ortec Finance		
	Zijn financiële ratio's geschikt als beoordelingscriteria bij individuele projecten?	Welke parameter zou u toe willen voegen aan uw eigen beoordelingskader, of gebruikt u al?	Welke signaleringsparameters zijn nuttig en geven extra inzicht?
De Alliantie	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- IRR-beleid (reeds in gebruik) - IRR-markt (reeds in gebruik)	- leegwaarderatio - BAR - NAR
Eigen Haard	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- IRR-beleid (reeds in gebruik) - IRR-markt (nieuw)	- onrendabel op marktwaarde - leegwaarderatio
Parteon	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- IRR-beleid (reeds in gebruik) - IRR-markt (reeds in gebruik)	- geen
Portaal	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- IRR-beleid (reeds in gebruik) - IRR-markt (reeds in gebruik)	- leegwaarderatio - NAR
Vestia	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- IRR-beleid (reeds in gebruik voor nieuwbouw) - IRR-markt (nieuw)	- NAR
Ymere	nee invloed van een project is te beperkt, middels de MJB sturen wij op ratio's	- geen reactie	- geen reactie

Alle zes de respondenten zijn van mening dat de IRR-beleid en/of IRR-markt als parameter toegepast moet worden bij de beoordeling van projecten. Naast het toepassen van de IRR als beoordelingscriteria zien zij wel het nut van de andere parameters omdat zij extra inzichten geven. De respondenten zien ze meer als signaleringsparameters dan als beoordelingsparameters.

Strategische risico's voor corporatiesector

In tabel 13 is te zien dat alle respondenten zich kunnen vinden in het beeld dat de Aw schetst in het Sectorbeeld 2018 waarbij zij zich zorgen maken over het verdienmodel van corporaties. Niet alleen zien de geïnterviewden de hoge (ver)bouwkosten als reden van het onder druk staan van het model, ook de toegenomen belastingdruk dragen zij aan als oorzaak. De onvoorspelbaarheid van de politiek noemen de respondenten in één adem met de toenemende belastingdruk omdat het heffingsbeleid vanuit Den Haag bepaald wordt.

De Ruiter (Bijlage 1) ziet op zijn beurt een ander risico namelijk de rente op vreemd vermogen. Op dit moment is de lage rentestand voor Parteon de motor die het verwezenlijken van de ambitie mogelijk maakt (De Ruiter, Bijlage 1). Volgens De Ruiter (Bijlage 1) kunnen zij op dit moment 'goedkoop' lenen tegen 2%. Wanneer dit de komende jaren stijgt naar 4% wordt dit een ander verhaal en moet Parteon haar ambities bijstellen (De Ruiter, Bijlage 1).

Tabel 13: Onderzoeksresultaten strategische risico's

Corporatie	Strategische risico's	
	Deelt u het geschetste beeld uit het Sectorbeeld 2018	Welke verdere risico's ziet u nog die de sector bedreigen?
De Alliantie	ja helemaal mee eens	- politieke onvoorspelbaarheid - hoge kosten vastgoedbubbel
Eigen Haard	ja helemaal mee eens	- politieke onvoorspelbaarheid
Parteon	ja helemaal mee eens	- rente stijging i.r.t. vreemd vermogen
Portaal	ja helemaal mee eens	- toenemende belastingdruk - politieke onvoorspelbaarheid
Vestia	ja helemaal mee eens	- regulering middenhuur
Ymere	ja helemaal mee eens	- toenemende belastingdruk - politieke onvoorspelbaarheid - regulering middenhuur
Ortec Finance	ja helemaal mee eens	- polarisatie wijken - klimaatverandering
Finance Ideas	voor een deel mee eens	- politieke onvoorspelbaarheid - ambities van corporaties

Naast alle financiële risico's ziet Eijsvogels ook een maatschappelijk risico ontstaan. Eijsvogels ziet naast het opwarmen van de aarde, polarisatie in wijken en buurten als reële potentiële risico's (Bijlage 1).

Nu de onderzoeksresultaten bekend zijn kan deelvraag 2 beantwoord worden. De vraag was: *'Op welke manieren komen corporaties nu tot een rendementseis en verhoudt deze rendementseis zich tot de financiële continuïteit en de gelopen risico's?'*. Het antwoord hierop is:

Voor de rendementseis op bedrijfsniveau is dat door middel van de WACC. Wat betreft de rendementseis op projectniveau maken de corporaties een eigen unieke keuze. Bij het bepalen van de rendementseis hebben alle corporaties wel gekeken naar wat zij meerjarig nodig denken te hebben. Maar als zij vervolgens het rendement op eigen vermogen aan inflatie of aan een bouwkostenindex koppelen, lijkt dit voornamelijk een pragmatische keuze dan dat men echt de theorieën volgen van de WACC en de CAPM. Beide theorieën gaan er vanuit dat marktrisico verwerkt zit in de rendementseis. Geen van de deelnemende corporaties hebben de rendementseis opgehoogd door de strategische risico's uit het institutionele kader. De echte toets op financiële continuïteit gebeurt via de meerjarenbegroting waarin het beleid en de ambities van de corporaties zijn verwerkt.

5 Analyse onderzoeksresultaten

In het vorige hoofdstuk is de methodologie van dit onderzoek verantwoord en zijn de resultaten van het praktijkgericht onderzoek gepresenteerd. In dit hoofdstuk wordt de verzamelde data uit het onderzoek geanalyseerd door de resultaten uit het empirisch onderzoek te toetsen aan de resultaten uit het praktijkgericht onderzoek. De analyses zijn onderverdeeld in drie onderzoeksgebieden: rendementseis, financiële continuïteit en de strategische risico's.

5.1 Analyse rendementseis

In de basis is het startpunt van het bepalen van de rendementseis bij alle corporaties hetzelfde. Vanuit een strategisch kader maken de corporaties een meerjarenbegroting van minimaal 10 jaar. Deze meerjarenbegroting bestaat uit kasstromen die bijdragen aan de doelstellingen van de corporatie. De respondenten noemen dit ook wel de ambitie van de corporatie. Om deze ambitie te verwezenlijken, voeren corporaties allerlei investeringsprojecten uit.

Eerst een rendementseis op bedrijfsniveau

Toen de parlementaire enquêtecommissie tussen 2012 en 2014 onderzoek deed naar de misstanden binnen de corporatiesector, ging de discussie vooral over kerntaken en continuïteit. Daarbij was een belangrijk vraagstuk wat een redelijk 'corporatierendement' is bij investeringen zonder dat dit ten kosten gaat van de huurders en de financiële continuïteit (Gils & Swagerman, 2015, p. 46). In dat opzicht heeft de WACC zich in de *corporate-financiewereld* reeds bewezen. Precies om die reden vroeg de commissie zich af of deze methodiek ook toe te passen is voor corporaties in de zoektocht naar dat redelijke rendement.

In 2011 concludeerden Boot & Ligterink (2011, p. 527) al dat de WACC een ingewikkelde maar vooral theoretische manier was om tot een rendementseis te komen. Vanuit de corporatie finance theorie is het een prima theorie alleen kan men zich afvragen hoe toepasbaar deze is voor een onderneming die actief is in een gereguleerde sector. Volgens Boot & Ligterink (2011, p. 527) leidt de meetbaarheid van de parameters die ten grondslag liggen aan de WACC tot onoplosbare problemen. Hiermee doelen zij onder meer op de bepaling van de bèta en de marktrisicopremie die nodig zijn voor het bepalen van de rendementseis op het eigen vermogen met de CAPM. Boot & Ligterink (2011, p. 527) vinden dat gereguleerde activiteiten vaak langetermijninvesteringen vragen terwijl de vergoedingen voor de WACC juist voor een korte periode vastliggen. Hierdoor bestaat het risico dat lange termijn risico's voor een specifieke onderneming onvoldoende worden meegenomen in de WACC. Een corporatie is een schoolvoorbeeld van een onderneming die langetermijninvesteringen doet en langetermijnrisico's lopen door onder meer veranderend politiek beleid.

In de theorie van de CAPM veronderstelt men dat de belegger specifiek risico van een onderneming kan diversifiëren en alleen een compensatie eist voor marktrisico. Corporaties zijn volgens Gils & Swagerman (2015, p. 50) mogelijk ondergediversifieerd doordat zij hun vermogen namelijk maar in één of enkele beleggingsobject beleggen. Een corporatie kan en mag er namelijk niet voor kiezen om een deel van haar vermogen te beleggen in bijvoorbeeld staatsobligaties. Gils & Swagerman merken dan ook op dat dit fenomeen lastig uit te drukken is met de CAPM-methode. Toch zien Gils & Swagerman (2015, p. 50) hier een oplossing voor door te veronderstellen dat elke inwoner van Nederland gezien kan worden als eigenaar van de corporatiesector. Voor individuen is het namelijk wel mogelijk om te diversifiëren omdat staatsburgers van Nederland aanspraak kunnen maken op meer dan alleen de corporatiesector. Deze veronderstelling lijkt eerder op een opportunistische hypothese om de WACC en de CAPM te rechtvaardigen omdat de Nederlandse staatsburger geen invloed heeft op de manier waarop een corporatie haar vermogen inzet.

Het waarderen van het corporatievastgoed op marktwaarde zou volgens Gils & Swagerman (2015, p. 52) soelaas bieden voor de twijfels die Boot & Ligterink hadden betreft de theoretische uitgangspunten en de implementatie van de WACC in een gereguleerde sector. Ten tijde van hun onderzoek werd het vastgoed van corporaties nog op bedrijfswaarde gewaardeerd en niet op marktwaarde. Ook stelden Gils & Swagerman (2015, p.p. 52) dat voor de juiste toepassing van de WACC corporaties het rendement op eigen vermogen volgens de CAPM moeten bepalen.

En dan nu de praktijk

Geheel in lijn met de conclusie van Gils & Swagerman (2015, p. 52), dat de WACC een geschikt instrumentarium is, bepalen alle zes de geïnterviewde corporaties de rendementseis op bedrijfsniveau via de WACC. Hoe vervolgens de corporaties de rendementseis op eigen vermogen bepalen, strookt weer niet met de voorwaarden die Gils & Swagerman stellen aan een juist gebruik van de WACC. Volgens Gils & Swagerman (2015, p. 52) moeten corporaties hiervoor het rendement op eigen vermogen bepalen door een marktconforme berekeningswijze, wat de CAPM-methode is.

Uit de gehouden interviews blijkt dat geen van de corporaties gebruik maakt van de CAPM-methodiek bij het bepalen van de rendementseis op het eigen vermogen. De Alliantie, Parteon en Portaal hebben het rendement op eigen vermogen gelijkgesteld aan de inflatie. Het achterliggende idee hierachter is dat de corporaties op deze manier het eigen vermogen in stand lijken te houden. Eigen Haard maakt hier een andere keuze in door het rendement op eigen vermogen te koppelen aan de bouwkostenindex. Volgens Verhagen (Bijlage 1) heeft Eigen Haard de doelstelling om het eigen vermogen in stand te houden zodat zij in de toekomst dezelfde dingen kunnen blijven doen die zij nu doen. Toen Verhagen (Bijlage 1) gevraagd werd waarom zij de bouwkostenindex nemen, was zijn antwoord: *“Op dit moment is de*

“Op dit moment is de bouwkostenindex wat hoger en uiteindelijk moeten we ons eigen vermogen in stand houden vanuit de opvatting dat we wel continu nieuwe woningen aan de voorraad moeten toevoegen” T. Verhagen

bouwkostenindex wat hoger en uiteindelijk moeten we ons eigen vermogen in stand houden vanuit de opvatting dat we wel continu nieuwe woningen aan de voorraad moeten toevoegen". Vestia heeft daarentegen verondersteld dat het rendement op eigen vermogen gelijk moet zijn aan het vereiste rendement op vreemd vermogen (Tazelaar, Bijlage 1). Hiermee lijkt Vestia aan te sluiten op hetgeen Modigliani & Miller ondervonden, dat het namelijk niet relevant is hoe de vermogensstructuur van een onderneming eruitziet en dat alleen het risico van een onderneming of investering telt. Ymere heeft met een eigen benadering getracht het rendement op eigen vermogen te bepalen door te kijken naar de investeringsbehoefte en dat te vertalen naar een rendementseis (Unlu, Bijlage 1).

De deelnemende corporaties lijken dus vooral een pragmatische keuze te maken wanneer het aankomt op het vereiste rendement op eigen vermogen. Het onderzoek van M. Jacobs & A. Shivdasani uit 2012 wees uit dat 90% van de respondenten het rendement op eigen vermogen via de CAPM-methode hadden bepaald. Ook Gils & Swagerman (2015, p. 52) stellen dit als voorwaarde aan een juiste toepassing van de WACC. Dan is het wel de vraag waarom corporaties geen gebruik maken van de CAPM-methode. Het antwoord van de respondenten hierop is omdat de CAPM te complex is. Uit de interviews met Debets (Bijlage 1) en De Ruiter komt duidelijk naar voren dat zij vooral weg willen blijven van deze ingewikkelde materie omdat het ook niet meer uit te leggen valt aan de achterban. En hier is wel iets voor te zeggen want dit soort theorieën zijn lastig uit te leggen aan de medewerkers die projecten uitvoeren op operationeel niveau. Ook geldt het diversificatie principe – wat bij de CAPM hoort – niet voor corporatie. Doordat de activiteiten van corporaties ingeperkt zijn door de woningwet kunnen zij hun vermogen niet in verschillende beleggingsobjecten beleggen. Dan bestaat nog het probleem van de bèta want er zijn geen ondernemingen zoals een corporatie actief op de beurs om deze bèta van af te leiden. Deze uitkomsten sluiten aan op de misstanden die Boot en Ligterink constateerden betreffende de theoretische aannames en veronderstellingen waarmee WACC als de CAPM tot stand komen.

De praktijk wijkt af van de theorie, in het opzicht van het rendement op eigen vermogen want geen van de deelnemende corporaties hebben vandaag de dag het rendement op eigen vermogen bepaald middels de CAPM. Het doel van het onderzoek van Gils & Swagerman was te onderzoeken of het mogelijk was om het verschil tussen het maatschappelijk – en het financieel rendement inzichtelijk te maken middels de WACC. Dit verschil maken de corporaties anno 2019 inzichtelijk via de waterval van de beleidswaarde en niet middels de WACC, ondanks dat zij het vastgoed waarderen op marktwaaarde.

Alhoewel corporaties, anders dan bij commerciële ondernemingen, geen beleggers of investeerders hebben die een rendement op het eigen vermogen eisen, lijken corporaties hier ook volledig aan voorbij te gaan. Door het rendement op eigen vermogen gelijk te stellen aan de inflatie houden de corporaties onvoldoende rekening met marktrisico's. Het risico is immers bepalend voor de hoogte van de rendementseis. Ook al is het risico beperkt, toch lopen corporaties risico's bij het verhuren van sociale woningen, die in uitdrukking moeten komen in het rendement. Of de CAPM dan de juiste methode is, blijft twijfelachtig. Wat is een juiste bèta die past bij het risico van een corporatie?

De verplichting voor corporaties om op marktwaarde te waarderen, is niet de oplossing geweest voor een zuiverdere WACC. Dat corporaties hun activa waarderen op marktwaarde heeft er niet toe geleid dat corporaties de WACC-rendementseis vergelijken met commerciële beleggers. Dit was tevens een vereiste volgens Gils & Swagerman (2015, p. 53) voor een zuivere toepassing van de WACC. Corporaties vergelijken wel rendementen met commerciële beleggers, alleen doen ze dit met een IRR-rendementseis op projectniveau.

Corporaties komen allemaal op verschillende manieren tot een rendementseis

Hoe corporaties vervolgens de rendementseis op bedrijfsniveau vertalen naar een rendementseis voor individuele investeringsprojecten in het DAEB-segment, gebeurt op verschillende manieren. Deze uitkomst strookt volledig met de ervaringen van Kornegoor en Eijsvogels vanuit de praktijk. Het antwoord van Kornegoor op deze vraag was ook: *“Dat is echt rijp en groen door elkaar”*. Volgens Kornegoor (Bijlage 1) worstelen de corporaties echt met de manier waarop zij een rendementseis moeten bepalen. Vooral op het moment dat de rendementseis niet gehaald wordt, wordt het spannend. Er zijn dan corporaties die aan de rendementseis sleutelen en er zijn er ook bij die sleutelen aan de berekening van de rendementseis. (Kornegoor, Bijlage 1). Geïnterviewde Eijsvogels (Bijlage 1) geeft aan in de praktijk verschillende rekensystematieken, waardebegrippen en vrijheidsgraden tegen te komen bij het bepalen van een rendementseis.

Alle respondenten geven aan een voorkeur te hebben voor de IRR als rendementseis bij investeringsvoorstellen. Waar de één een voorkeur heeft voor een IRR-markt heeft de ander dat voor een IRR-beleid. Hierbij berekenen Eigen Haard en Parteon de IRR uit middels een 50-jarig exploitatiemodel waarbij de overige dit weer dit weer doen met een 15-jarig model. Ook maken alle corporaties onderscheid in een rendementseis voor nieuwbouw en renovatie. Eigen Haard hanteert zelfs verschillende rendementseisen voor type woningen en oppervlaktecategorieën. De reden dat zij onderscheid maken in oppervlaktecategorieën komt doordat naar mate de woningen groter worden, de stichtingskosten stijgen. Daarentegen stijgen de huren niet of nauwelijks in vergelijking met de stichtingskosten doordat zij de huren aftoppen. Dit zou betekenen dat Eigen Haard altijd kleine woningen bouwt omdat deze dan altijd aan de rendementseis voldoen (Grevelink, Bijlage 1). Bij Vestia hanteren ze weer een andere variant door voor nieuwbouw een IRR te hanteren maar bij renovaties hanteren zij als rendementseis dat de waardevermeerdering op de bedrijfswaarde minimaal 2/3 van de investering moet zijn. Deze verschillende werkwijzen bevestigen het beeld dat een rendementseis corporatie specifiek is.

Alle zes de corporaties hebben gemeen dat zij individuele investeringsprojecten aan meerdere financiële parameters onderwerpen. Zo hanteert bijvoorbeeld Ymere naast de IRR ook een BAR niet zozeer als beoordelingsparameter maar meer als signaleringsparameter. Portaal past de NAR en de leegwaarderatio als signaleringsparameter toe. Volgens Debets (Bijlage 1) nemen zij deze wel mee in de overweging van een investeringsvoorstel maar zijn ze niet bepalend. Maar waarom voegen corporaties deze extra parameters toe bij de beoordeling van een investeringsvoorstel? Dit komt omdat de investeringsvoorstellen vandaag de dag lang niet altijd aan de rendementseis voldoen. Mede door de hoge (ver)bouwkosten staan rendementen onder druk

en lijkt alleen een toets op een IRR niet voldoende. Om een goede afweging te kunnen maken of een project wel of niet doorgaat, geven de signaleringsparameters extra inzicht in de financiële effecten van het desbetreffende project. Maatschappelijke en volkshuisvestelijke overwegingen spelen bij corporaties ook mee om bepaalde (des)investeringen te doen.

Maar waarom passen de corporaties per project geen WACC toe als rendementseis? Volgens de theorie van de WACC en de CAPM zou dit prima kunnen. Per project kan een corporatie een marktrisicopremie bepalen om het rendement op eigen vermogen vast te stellen. Vervolgens kijkt men naar de manier waarop het project gefinancierd wordt en er rolt een WACC uit. Geïnterviewde Unlu (Bijlage 1) geeft hierop als antwoord: *“De WACC is een hoger niveau want ik vind eigenlijk niet dat je met een WACC een project kan toetsen”*. En hier heeft

“De WACC is een hoger niveau want ik vind eigenlijk niet dat je met een WACC een project kan toetsen”
Y. Unlu

hij een punt want wanneer een corporatie een rendementseis bepaalt heeft conform de WACC-methodiek en die vervolgens toepast bij elk investeringsvoorstel, betekent dit dat men de veronderstelling heeft dat elk project dezelfde risico's herbergt. Dit is niet het geval want een nieuwbouwvoorstel voor appartementen van 50 m² in Amsterdam kent andere risico's dan een renovatievoorstel van eengezinswoningen in een krimpgebied. Alhoewel de meeste corporaties hier geen last van hebben doordat ze vaak actief zijn in één regio of gemeente liggen er wel degelijk andere kasstromen en risico's onder een nieuwbouwvoorstel dan bij een renovatievoorstel.

5.1.1 Conclusie rendementseis

Corporaties maken onderscheid in een rendementseis op bedrijfsniveau en op projectniveau. Bij de rendementseis op bedrijfsniveau maken zij gebruik van de WACC. Waar corporaties afwijken van de theorie is dat zij het rendement op eigen vermogen op een pragmatische manier bepalen. Dit komt niet overeen met de theorie waar Gils & Swagerman (2015, p. 52) van zeggen dat corporaties een marktconform rendement op eigen vermogen verlangen voor gelopen risico's. Corporaties kunnen dit benaderen met de CAPM-methode die gezien wordt als een marktconforme berekeningswijze. Het praktijkonderzoek maakt duidelijk dat geen van de deelnemende corporaties gebruik maakt van de CAPM. De voornaamste reden die de respondenten aandragen, is dat zij de CAPM te theoretisch en te ingewikkeld vinden om toe te passen. Zo is diversificatie niet van toepassing voor corporaties en het ontbreekt aan een bèta waardoor het haast onmogelijk is dat corporaties de CAPM toepassen. Dit komt ook overeen met de misvattingen die Boot & Ligterink aan het licht stellen in hun onderzoek. Alhoewel corporaties relatief weinig risico's lopen, is er toch sprake van marktrisico. Hiervoor zouden corporaties een vergoeding voor moeten krijgen. Of de inflatie of de bouwkostenindex voldoende is voor dit gelopen risico is maar de vraag.

Naast het rendement op bedrijfsniveau hanteren corporaties ook een rendementseis voor investeringsprojecten in het DAEB-segment. Hier zijn alle zes de corporaties uniek in want niemand doet dit op eenzelfde manier. De respondenten hebben wel een voorkeur voor de IRR. Maar de manier waarop ze de IRR hanteren, is bij elke

corporatie anders. Waar De Alliantie een IRR-markt en IRR-beleid hanteert voor nieuwbouw en renovatie, past Eigen Haard een IRR-beleid toe per type woning en oppervlakteklasse. Parteon werkt met een 50-jarig exploitatiemodel en Portaal met een 15-jarig model. Deze resultaten bevestigen de ervaringen die Kornegoor en Eijsvogels hebben vanuit de praktijk.

Conform de theorie is het opmerkelijk dat geen één corporatie een WACC hanteert voor een rendementseis per project. De reden dat corporaties dit niet doen, is omdat zij vinden dat de WACC niet geschikt is als rendementseis op projectniveau. Wanneer corporaties de rendementseis op bedrijfsniveau één op één inzetten als rendementseis bij de beoordeling van projecten hebben ze gelijk. Een alternatief is om een WACC-rendementseis per project te definiëren.

Waar de parlementaire enquêtecommissie en Gils & Swagerman hadden verwacht of gehoopt dat de WACC de corporatiesector zou helpen bij het bepalen van een redelijk rendement, blijkt dit niet zo te zijn. Corporaties maken op een simpele pragmatische manier gebruik van de WACC en om het verschil tussen maatschappelijk – en commercieel rendement inzichtelijk te maken gebruiken ze het niet. Hiervoor passen de corporaties de ‘waterval’ van de beleidswaarde en de IRR toe. Dat corporaties inmiddels al hun vastgoed waarderen tegen marktwaarde, heeft er niet toe geleid dat zij de WACC en de CAPM meer of intensiever inzetten.

5.2 Analyse financiële continuïteit

In dit deel van de analyse wordt ingegaan op de manier waarop de corporaties de financiële continuïteit meewegen in de beoordeling van investeringsvoorstellen.

Er is altijd een link tussen de rendementseis en de financiële continuïteit

Corporaties vertalen hun strategische doelstellingen naar kasstromen in een meerjarenbegroting. Deze meerjarenbegroting heeft over het algemeen een horizon van minimaal vijf jaar. Dit is voor alle corporaties hetzelfde aangezien zij verplicht zijn om deze prognosegegevens aan te leveren richting de AW, WSW en BZK. Dit staat ook wel bekend als de Prospective informatie, oftewel de dPi. Naast de dPi-gegevens moeten corporaties ook verantwoordingsinformatie van het afgelopen jaar aanleveren, beter bekend als de dVi. Aan de hand van de dPi- en dVi-gegevens bepalen corporaties en de toezichthouders de financiële positie en de financiële continuïteit van de corporaties. Deze financiële positie en -continuïteit drukt men uit in vier financiële ratio's ICR, LTV, solvabiliteit en dekkingsratio. Hier hebben de toezichthouders minimale normen aan gesteld en de veronderstelling is dat wanneer corporaties aan deze normen voldoen, de financiële continuïteit gewaarborgd is.

De respondenten geven allen aan niet echt een strategische keuze te hebben gemaakt in de manier waarop het eigen vermogen zich moet ontwikkelen. Zoals geïnterviewde Kornegoor zei: *“Een corporatie kan op geen enkele manier de rendementseis bepalen als zij niet weten wat hun ambitie is en wat hun langjarige strategische vermogenspositie is”*. Nu lijkt het alsof de corporaties onvoldoende nadenken over de strategische ontwikkeling van het eigen vermogen. Ook bij de berekening van de WACC kiezen de corporaties voor een pragmatische oplossing door het rendement op eigen vermogen gelijk te stellen aan inflatie of aan een bouwkostenindex. Het antwoord ligt toch iets genuanceerder en geïnterviewde Unlu (Bijlage 1) geeft eigenlijk het antwoord: *“Wij hoeven geen strategische keuze te maken omdat de toezichthouders dit voor ons hebben gedaan”* Y. Unlu

Hiermee doelt Unlu op de minimale normen die de toezichthouders stellen aan de financiële ratio's van de corporaties. Parteon is de enige van de deelnemende corporaties die een buffer hanteert door intern strengere normen te hanteren dan dat de toezichthouders eisen. Dit doen zij puur om een buffer te creëren mocht een bepaald scenario zich voordoen. Zo hanteert Parteon voor de LTV een norm van 65% waar de Aw en het WSW een norm hanteren van 75%. Wanneer Parteon ziet dat zij de 65% overschrijden, is het een signaal dat zij risico lopen. Het is niet zo dat Parteon dan alle projecten on-hold zet maar het is vooral een signalering dat Parteon op moeten letten (De Ruijter, Bijlage 1).

Ondanks dat alle respondenten aangeven dat de corporatie waar zij werken geen strategische keuze hebben gemaakt over de ontwikkeling van de eigen vermogenspositie, hebben zij dit indirect wel gedaan. Gegeven de ambitie die zij hebben, zoeken corporaties de grens op wat de toezichthouders toelaatbaar vinden. Aangezien corporaties geen winstoogmerk hebben, lijkt dit een legitieme keuze.

Als de rendementseis niet gehaald wordt betekent dit niet dat het project niet doorgaat

“Een aantal keer een project met een slecht rendement doen, zorgt er niet voor dat een corporatie kopje onder gaat”, stelt Kornegoor. Debets stelt zelfs dat zij elk jaar wel een paar projecten met een slecht rendement kunnen uitvoeren zonder dat de financiële continuïteit in gevaar komt. Waarom de rendementseisen vandaag de dag onder druk staan, komt volgens de respondenten door de huidige hoge (ver)bouwkosten. Vooral bij renovaties zijn lage rendementen eerder regel dan uitzondering. Zowel Vestia als Portaal zijn van plan om de rendementseis bij te stellen omdat zij deze simpelweg niet meer halen. Volgens Tazelaar is de huidige rendementseis niet meer te handhaven. *“Wanneer we halsstarrig vast blijven houden aan de huidige rendementseis, voeren we geen projecten meer uit”*. Dit lijkt opmerkelijk want de rendementseis die er ligt is mede tot stand gekomen met als uitgangspunt de borging van de financiële continuïteit. Het bijstellen van de rendementseis - zodat de projecten wel passen - lijkt in dat opzicht een opmerkelijke keuze. Anderzijds betekent het vasthouden aan de rendementseis dat er nauwelijks projecten van de grond komen. Gezien de opgave die er ligt voor de corporaties is dat ook geen goede zaak.

Ymere en Parteon gaan hier anders mee om. Parteon probeert de bouwkosten omlaag te krijgen. Dit doen zij volgens De Ruiter door kleinere woningen en fabriekswoningen te ontwikkelen. *“Het grappige is dat voor ons geldt dat een kleinere woning dezelfde huur oplevert dan een grote woning”* (De Ruiter, 2019). Daarnaast onderzoeken zij bij nieuwe ontwikkelingen de mogelijkheden om commercieel vastgoed toe te voegen en bekijken zij verschillende uitpandscenariò's. Ymere past alleen bij hoge uitzondering de rendementseis aan. Volgens Unlu moet het dan echt om situaties gaan waarbij de herstelkosten dermate hoog zijn en zijn toe te rekenen aan bijzondere gevallen zoals fundering problematiek. Unlu geeft wel aan dat zij in dergelijke gevallen de afweging maken of zij dergelijke bezit in exploitatie moeten houden. Het kan zijn dat de investering, de waarde of het type product niet meer past in langjarig sociale huur waardoor wij de afweging maken om het complex af te stoten (Unlu).

Projecten beoordelen op financiële ratio's

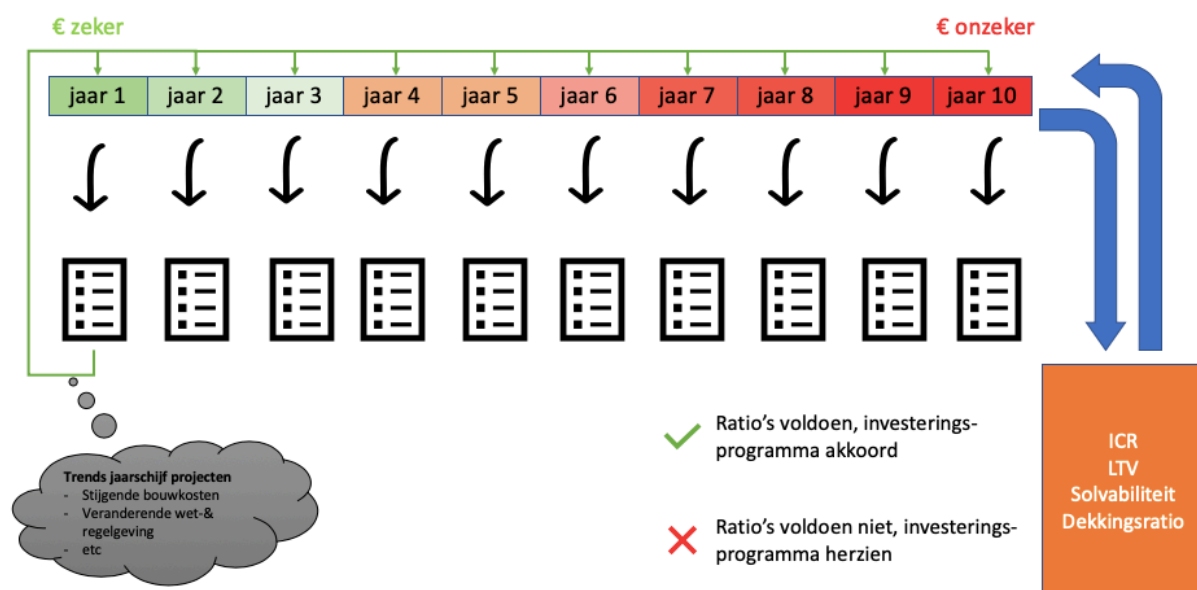
Uit het onderzoek van Ortec dat zij deden naar een afwegingskader voor corporaties kwam als aanbeveling uit dat corporaties projecten op een aantal financiële ratio's kunnen beoordelen. Ortec hanteert als uitgangspunt dat het financiële beoordelingskader de financiële continuïteit van een corporatie moet borgen. Vanuit dit principe stellen zij vast dat bij het beoordelen van investeringsvoorstellen het van belang is dat:

- 1) De mutatie van het eigen vermogen op marktwaarde of beleidswaarde door de investering inzichtelijk is.
- 2) Het effect van de voorgenomen investering op de financiële ratio's LTV en ICR, waarop de toezichthouders corporaties beoordelen, inzichtelijk is.
- 3) De marktconformiteit van de voorgenomen investering.

Om bovenstaande drie invalshoeken inzichtelijk te maken en om te kunnen beoordelen, heeft Ortec een financieel beoordelingskader voorgesteld die corporaties kunnen toepassen. Dit kader is tot stand gekomen in samenwerking met zestien kleinere corporaties. Het is dan de vraag of grote corporaties ditzelfde kader kunnen toepassen bij de financiële beoordeling van (des)investeringen die zij doen.

Er kwam duidelijk naar voren tijdens de interviews met de grote corporaties dat zij logischerwijs wel sturen op de financiële ratio's waarop de toezichthouders hen beoordelen. Zij doen dit alleen op bedrijfsniveau en niet op projectniveau. Met bedrijfsniveau wordt in dit geval, op basis van een tienjarige begroting waarin alle beleidskasstromen en de ambitie van de corporatie zijn verwerkt, bedoeld. Zo zei Tazelaar tijdens het interview: *“Vestia is veel te groot om individuele projecten te kunnen beoordelen op ratio's want het effect van één project is namelijk nihil”*. De overige respondenten hadden min of meer dezelfde mening. Wanneer een corporatie een investeringsvolume van honderd miljoen per jaar heeft, betekent dit over een tienjarige begroting een investeringsvolume van één miljard. Het is dan ook goed voor te stellen dat een overschrijding van een paar miljoen op een individueel project op bedrijfsniveau binnen de marges valt. Een corporatie met de omvang van de corporaties uit de steekproef kunnen best een aantal projecten per jaar uitvoeren met een slecht rendement zonder dat de financiële continuïteit in gevaar komt. Maar ergens is wel een grens aan het jaar in jaar uit 'opeten' van het eigen vermogen.

Eerder in de analyse werd al duidelijk dat corporaties vanuit de toezichthouders de verplichting hebben om elk jaar een vijf jarige prognose/begroting aan te leveren. In deze begroting vertalen de corporaties de strategische doelstellingen naar projecten en kasstromen. Tijdens de interviews bleek dat corporaties met een bredere horizon werken namelijk een tienjarige begroting. Hoe dit proces schematisch verloopt, geeft figuur 5 weer.



Figuur 5: Proces meerjarenbegroting i.r.t. ratio's (Eigen ontwerp)

In bovenstaand figuur is goed te zien dat de stichtingskosten van de projecten in het eerste jaar met redelijke zekerheid te voorspellen zijn. Bij projecten in jaar tien is het tegenovergestelde aan de hand want hier zijn de stichtingskosten uiterst onzeker. Dit komt omdat er vanaf het initiatief tot aan het moment van start uitvoeren zo een aantal jaren voorbijgaan. Dit is tevens de reden dat de stichtingskosten voor projecten die over vier jaar en verder gepland staan, minder zeker zijn. Vanaf jaar vier bepalen de corporaties de stichtingskosten aan de hand van norm- en/of kengetallen en kan het ingreepniveau en/of het uitvoeringsjaar ook nog veranderen. Geïnterviewde Debets (Bijlage 1) schetst deze situatie als: *“De projecten die vanaf jaar vier in de pijplijn zitten, zijn wat zachter”*. Ondanks dat corporaties de stichtingskosten in jaar één goed kunnen voorspellen, bestaan er toch nog factoren waardoor de stichtingskosten kunnen oplopen. Zo heeft vorig jaar niemand rekening gehouden met het oplopen van vertraging bij projecten door stikstofproblematiek. Ook de explosieve prijsstijgingen van de (ver)bouwkosten kunnen zelfs tot prijsstijgingen leiden tijdens een uitvoeringsjaar.

Zodra de corporaties de meerjarenbegroting inrekenen, resulteert dit tot een bepaalde ICR, LTV, solvabiliteit en dekkingsratio. Op dat moment toetsen de corporaties of de financiële ratio's voldoen aan de minimale normen die de toezichthouders stellen. Wanneer de ratio's niet voldoen, heroverwegen de corporaties de ambities. Dit kan leiden tot het niet uitvoeren of het doorschuiven van projecten of in het geval van Ymere en De Alliantie het afstoten van bezit. Het is wel opvallend dat dit eigenlijk de enige twee corporaties zijn die inderdaad vanuit een

hold/sell-analyse een besluit nemen om mogelijk tot dispositie over te gaan. De overige corporaties zoeken het meer in het bijstellen van de ambitie of de rendementseis. Hiermee mag aangenomen worden dat de corporaties de minimale eisen die de Aw en het WSW stellen aan de financiële ratio's zien als de minimale grens aan de financiële continuïteit.

Hiermee lijkt de noodzaak om individuele projecten überhaupt te beoordelen op een rendementseis er eigenlijk niet te zijn. Corporaties kunnen namelijk de beoordeling van een project ook op de stichtingskosten uitvoeren. Wanneer een corporatie project A met bijvoorbeeld 10 miljoen stichtingskosten en de daarbij behorende kasstromen heeft ingerekend in de meerjarenbegroting en de financiële ratio's staan op groen. Op het moment dat de stichtingskosten definitief zijn en binnen die 10 miljoen vallen, zou men verwachten dat deze toets voldoende is want de ratio's staan immers op groen. Ondanks dat dit een logische redenatie lijkt, zijn alle respondenten het erover eens dat zij individuele projecten toch moeten onderwerpen aan een rendementseis. En dan met name aan een IRR-beleid en/of een IRR-markt. Geïnterviewde de Ruiter (Bijlage 1) ziet de IRR als enige mogelijkheid om projecten, of varianten, te kunnen vergelijken. *“Wanneer ik een sloop-nieuwbouw-variant met een renovatie-variant wil vergelijken, heb ik niets aan een onrendabele top of aan een beleidswaardering”. J. de Ruiter*

Naast de vergelijkbaarheid van projecten vindt Debets de IRR ook vooral een instrument om het juiste gesprek intern over projecten te voeren. Denk hierbij aan vragen als: *“Is dit het juiste project?”* of *“hebben we wel het uiterste uit het project gehaald?”*. Eigenlijk gebruiken ze hier een financieel middel om keuzes in het proces te optimaliseren. Volgens geïnterviewde Köhler (Bijlage 1) past De Alliantie de IRR-beleid en de IRR-markt reeds als beoordelingscriteria toe bij investeringsvoorstellen. *“Wij passen een groot deel van de ratio's al toe. Niet als beoordelingscriteria maar meer als signalering”* (Köhler, Bijlage 1). Deze parameters zijn niet bepalend voor het wel of niet doorgaan van het project maar geven wel inzicht. Het probleem met de overige ratio's is dat het ontbreekt aan een referentiekader om een norm vast te stellen. Terecht merkt Tazelaar (Bijlage 1) op wel wat te zien in een NAR maar tegelijkertijd ook niet weet wat voor norm hij dan aan de NAR moet hangen. Kortom vinden de top vijf grote corporaties en Parteon de IRR-beleid en IRR-markt uitermate geschikt als beoordelingsparameters voor investeringsvoorstellen. Daarnaast kunnen de parameters leegwaardering, onrendabel op marktwaarde, beleidswaardering en de NAR prima fungeren als signaleringsparameters. Het is hierbij niet aan te raden om alle parameters toe te passen want zoals de Ruiter al aangaf, komt dit niet ten goede van het overzicht plus dat hoe meer parameters een corporatie toevoegt, hoe minder onderscheidend deze worden.

“Wij passen een groot deel van de ratio's al toe. Niet als beoordelingscriteria maar meer als signalering”
S. Köhler

Toen Eijsvogels geconfronteerd werd met bovenstaande uitkomst begreep hij deze reactie volkomen en gaf aan dat dit ook min of meer de bedoeling van het beoordelingskader is. Dus ook projecten meerjarig inrekenen en wanneer de definitieve stichtingskosten van een individueel project passen met hetgeen de corporatie had ingerekend, is het simpel (Eijsvogels, Bijlage 1). Wanneer het niet past, dienen volgens Eijsvogels de parameters inderdaad als signaleringsfunctie en moet het mechanisme van een corporatie gaan werken. De corporatie moet dan onderzoeken of dit een individuele casus is of het een trend is. Vervolgens moeten ze dit extrapoleren over de volledige investeringsportefeuille en ontstaat er dan een groter financieel risico op de lange termijn (Eijsvogels, Bijlage 1). Eigenlijk moet elke corporaties haar investeringsportefeuille inrekenen met een aantal scenario's. Wat betekent het als de (ver)bouwkosten nog meer stijgen? Wat gebeurt er wanneer de rente met een x percentage stijgt? Dan gaan we volgens Eijsvogels weer terug naar het DNA van de corporatie want dan moeten ze keuzes maken in duurzaamheid of betaalbaarheid. Eijsvogels (Bijlage 1) is wel van mening dat ook grote corporaties bij individuele projecten kunnen sturen op financiële ratio's. Al onderkent hij wel dat de effecten van een individueel project op de ratio's bij een kleine corporatie vele malen groter is. Ook een grote corporatie kan op deze manier sturen maar dan is het veel meer de verantwoordelijkheid van de asset manager om hierbinnen te sturen en te optimaliseren (Eijsvogels, Bijlage 1). Tegelijkertijd moet een grote corporatie altijd oog blijven houden voor de gevolgen wanneer mogelijke scenario's werkelijkheid worden en waar wil je dan de nuances inzetten als corporatie (Eijsvogels, Bijlage 1). Ook kan Eijsvogels zich vinden in het antwoord van de grote corporaties dat zij de parameters, behalve de IRR-beleid en IRR-markt, meer zien als signaleringscriteria om het gesprek intern te voeren of het voorgestelde project wel de juiste is. Volgens Eijsvogels (Bijlage 1) was dit de bedoeling van de projectgroep en alhoewel de projectgroep bij aanvang de verwachting had een kant-en-klaar product te krijgen. *“Er bestaat niet zoiets als het ‘gouden ei’ met een rekenmethode met normen die rood of groen kleuren.” J. Eijsvogels* (Eijsvogels, Bijlage 1).

“Er bestaat niet zoiets als het ‘gouden ei’ met een rekenmethode met normen die rood of groen kleuren.” J. Eijsvogels

5.2.1 Conclusie analyse financiële continuïteit

De corporaties en de toezichthouders zien de minimale normen van de vier financiële ratio's als ondergrens van de mate waarmee de financiële continuïteit van een corporatie is gewaarborgd. Corporaties sturen op deze continuïteit door de ambitie te verwerken in een meerjarige begroting met kasstromen. In deze meerjarenbegroting liggen jaarlijks projecten met stichtingskosten onder. Al deze kasstromen bij elkaar, inclusief het laatst gerealiseerde jaar, resulteren in de vier ratio's. Wanneer deze ratio's niet de normen van de toezichthouders overschrijden, keuren de corporatie en de toezichthouders de meerjarenbegroting goed. Wanneer de desbetreffende corporatie wel de normen overschrijdt, betekent dit dat de corporatie de investeringsambitie bij moet stellen.

In een uitvoerend jaar betekent het niet halen van de rendementseis niet automatisch dat het project niet doorgaat. In de huidige tijd met hoge stichtingskosten staan de rendementen onder druk. Om op projectniveau een verantwoorde keuze te maken wanneer de rendementseis niet gehaald wordt, kan het financiële beoordelingskader van Ortec een uitkomst bieden. Het principe van dit kader is om aan de hand van een aantal financiële parameters de effecten van een project op de ratio's inzichtelijk te maken. Dit kader is in samenwerking met zestien kleine corporaties gemaakt. De grote en middelgrote corporaties geven aan dat het effect van een enkel project op de ratio's te klein is om dit als beoordelingscriteria toe te passen. Wel zien zij enkele parameters die als aanvulling kunnen dienen op hun eigen afwegingskader. Niet zozeer als beoordelingscriteria maar meer als signaleringscriteria die meer inzicht moet geven. Deze uitkomst is gedeeld met Eijsvogels van Ortec en hij kon zich vinden in deze commentaren van de respondenten. Volgens Eijsvogels was vooraf ook het doel van het onderzoek om een kader te ontwerpen waarbij corporaties naar gelang parameters kon kiezen. Hiermee is gelijk deelvraag 4 beantwoord.

De voorkeur van de respondenten gaat allemaal uit naar een rendementseis op IRR-beleid en/of IRR-markt als beoordelingsparameter voor investeringsvoorstellen in het DAEB-segment. Verder zijn ze het erover eens dat het goed is om vanuit verschillende invalshoeken naar een voorstel te kijken. Welke parameters dan moeten dienen als extra signaleringscriteria is afhankelijk van de voorkeur. Zolang deze parameters inzicht geven in de mutatie op het eigen vermogen of het effect op de ratio's, bestaat hier geen goed of fout. Deze parameters leiden niet tot het niet doorgaan van een project maar geven extra inzicht. Met dit extra inzicht kunnen corporaties intern het juiste gesprek met elkaar te voeren of de voorgestelde investering op dat moment wel de juiste is.

5.3 Analyse strategische risico's corporatiesector

In dit deel vindt de analyse plaats van de resultaten van de strategische risico's die de respondenten voorzien die het presteren van de corporatiesector negatief beïnvloeden.

De belastingdruk is een risico voor corporaties

In het Sectorbeeld 2018 schetst het Aw dat de verdien capaciteit van corporaties onder druk staat. De respondenten kunnen zich unaniem vinden in dit beeld. Allen geven aan dat zij de toenemende belastingdruk die de overheid de corporaties oplegt als groot risico te zien. De verhuurderheffing die de corporaties voor de woningen in de DAEB-sector moeten afdragen is de afgelopen jaren gestegen. Dit heeft alles te maken met de WOZ-waarde die ten grondslag ligt aan de berekening van de verhuurderheffing. En laat de WOZ-waarde de afgelopen jaren flink gestegen te zijn waardoor automatisch de verhuurderheffing meegestegen is. De stijging van de WOZ-waarde staat niet in verhouding met de stijging van de huurinkomsten.

De verwachte effecten die naar voren kwamen uit het onderzoek van Veenstra, Allers & Garretsen (2016, p.p. 8-9) komen ook wel duidelijk naar voren tijdens de interviews. Jaarlijks maken de corporaties een flink bedrag

over aan de Belastingdienst. De respondenten geven allemaal aan dat zij het geld liever investeren in het nieuwe woningen of het verduurzamen van bestaande woningen. Hier lijkt een soort welles-nietes-discussie te ontstaan tussen de sector en de overheid. Kijkend naar de doelstellingen die bij de invoering van de verhuurderheffing waren bepaald, kan men stellen dat het verlichten van de staatsschuld is gehaald. Althans het levert hier een positieve bijdrage aan want in 2017 kon de Belastingdienst 1,7 miljard bijschrijven en in 2018 ruim 2 miljard ten faveure van de verhuurderheffing. Het andere beoogde positieve effect dat de verhuurderheffing zou moeten hebben op de verhoudingen binnen de woningmarkt is daarentegen nog niet opgetreden. Er is nog steeds een tekort aan woningen in zowel het sociale– als in het middenhuursegment. Sterker nog, de respondenten geven aan dat de verhuurderheffing er mede debet aan is dat investeringen uitblijven. Hier hebben de corporaties zeker een punt maar of door het schrappen van de verhuurderheffing alle problemen zijn opgelost is ook maar de vraag. Feit blijft wel dat al het geld dat verdwijnt in de staatskas, corporaties niet in nieuwe woningen of duurzaamheid kunnen investeren.

Naast de verhuurderheffing hebben de corporaties nog met een nieuwe belastingheffing te maken namelijk de ATAD. Deze heffing is geïnitieerd vanuit Europa met als doel het voorkomen dat multinationals constructies opzetten om winstbelasting te ontwijken. Alhoewel corporaties doorgaans niet het label hebben dat zij constructies opzetten waarbij zij winsten naar buitenlandse belastingparadijzen verplaatsen, ontkomen zij toch niet aan deze heffing. Dit komt omdat elke onderneming die VPB betaalt onder de ATAD valt. Corporaties zijn niet uitgesloten van deze heffing doordat volgens de overheid dit zou neigen naar ongeoorloofde staatssteun. Toch lijkt de overheid ook wel in te zien dat deze heffing niet bedoeld is voor corporaties en geven ze de sector ter compensatie een korting van 100 miljoen euro op de verhuurderheffing. De inschatting is dat de ATAD de sector circa 300 miljoen euro gaat kosten waardoor van een lastenverlichting, zoals Staatssecretaris Snel deze voorstelde, geen sprake lijkt te zijn. Deze maatregel raakt vooral Vestia doordat zij een forse schuld uit hebben staan. Tot nu toe kon de schuld afgetrokken worden van de winst waardoor Vestia en alle corporaties, doordat zij geen winstoogmerk hebben, geen of nauwelijks VPB afdroegen. Vestia geeft alleen al aan dat zij jaarlijks 40 miljoen euro aan VPB en ATAD af moeten dragen (Tazelaar, Bijlage 1).

Al met al is de belastingdruk voor corporaties de afgelopen jaren toegenomen en zorgt dit er onder andere voor dat de verdien capaciteit van corporaties onder druk komt te staan. Corporaties hebben echt wel een punt dat zij dit geld liever investeren aan nieuwe woningen en aan duurzaamheid. Maar geldt dit niet voor elke onderneming of individu? Tot nu toe geeft de overheid in deze discussie nauwelijks toe. Sterker nog, de maximale WOZ-waarde die ten grondslag ligt aan de berekening van de verhuurderheffing is omhooggegaan. Van een lastenverlichting in deze kabinetsperiode, waar het kabinet het over heeft, lijkt dan ook geen sprake te zijn. De toename van de belastingdruk is aantoonbaar gegroeid en de discussie met de beleidsbepalers moet gevoerd blijven worden. Aedes doet in samenwerking met de Vereniging van Nederlandse Gemeenten (VNG) en de Huurdersraad goede pogingen om tegen de belastingdruk te vechten. Echter heeft Unlu wel een punt wanneer hij aangeeft dat de stem van Aedes en daarbij de corporaties misschien niet hard genoeg is. Aedes vertegenwoordigt 285 corporaties van groot tot klein en opererend in de randstad en in het landelijke.

De belangen van al deze corporaties zijn te verschillend om één front te vormen. De corporaties in de randstad staan voor een hele andere opgaven dan de kleinere corporaties actief in het landelijke. Nu is misschien wel de tijd dat corporaties harder en explicieter roepen wat zij allemaal niet meer kunnen en gaan doen. De politiek kijkt voor veel problemen binnen de woningmarkt naar de corporatiesector. En corporaties laten ook naar zich kijken door veel dingen op te willen pakken. Dit doen zij vaak vanuit hun volkshuisvestelijk hart maar ergens houdt het op.

De duurzaamheidsopgave lijkt niet gehaald te worden

Dat maar één van de zes corporaties kans ziet om de duurzaamheidsdoelstellingen te halen, is opvallend te noemen. Parteon heeft als enige aangegeven dat zij de duurzaamheidsdoelstellingen voor 2050 halen. Wel geeft De Ruiter aan dat hierbij wel de voorwaarde is dat de rente laag blijft. Wanneer de rente voor vreemd vermogen gaat stijgen komt deze businesscase er anders uit te zien. De top vijf grootste corporaties van Nederland geven allen aan de duurzaamheidsdoelstellingen niet te halen. De unanieme verklaring is dat het simpelweg te duur is. Het verschil met een corporatie als Parteon is toch dat De Alliantie, Eigen Haard, Portaal, Vestia en Ymere qua omvang groot zijn en hun werkgebied in grootstedelijk gebied hebben. Parteon is actief in Zaandam en is aan de middelgrote kant met een volume van circa 15.000 woningen. Hiermee wordt het beeld bevestigd dat de Aw in het Sectorbeeld 2018 schetst, dat de duurzaamheidsopgave per regio sterk verschillend is en dat de investeringskracht niet in evenwicht is met de regionale duurzaamheidsopgave. In steden als Amsterdam, Utrecht, Rotterdam en Den Haag is de duurzaamheidsopgave het grootst en hier is de investeringskracht van de zittende corporaties het minst.

Alle respondenten geven aan dat de duurzaamheidsopgave hen, en daarmee de sector, veel geld kost. De (ver)bouwkosten zijn op dit moment hoog en de huurverhoging die zij mogen doorvoeren is beperkt. Hierdoor ontstaat er een discrepantie tussen de oplopende kosten en de stagnerende inkomsten. Geïnterviewde Kornegoor (Bijlage 1) zegt hierover het volgende: *“Ik zie ingrepen van 160.000 euro voor een nul op de meter woning. Daar hoeft je*

“Ik zie ingrepen van 160.000 euro voor een nul op de meter woning. Daar hoeft je niet heel lang aan te rekenen om te zien dat dit financieel niet gaat lukken” N. Kornegoor

niet heel lang aan te rekenen om te zien dat dit financieel niet gaat lukken”. De rendementen op deze investeringen zijn laag en kosten de corporaties serieus geld.

Ymere kiest er bewust voor om de ontwikkelingen in deze markt af te wachten en te willen profiteren van het pionierswerk van anderen. Unlu (Bijlage 1) vindt het niet terecht dat corporaties het pionierswerk uitvoeren waarvan straks andere markten profiteren. Hier zit ook wel wat in want indirect betalen de huurders met de kleinste portemonnee, voor dit pionierswerk. Vanuit het perspectief van de overheid is het enigszins te begrijpen om de corporaties als koploper te bombarderen omdat zij 2,4 miljoen woningen bezitten. Hiermee wordt gelijk de groot deel van de Nederlandse woningen aangepakt wat sneller en eenvoudiger gaat dan alle particuliere eigenaren aan te sporen om hun woning te verduurzamen.

Eerder werd al ingegaan op het knellende verdienmodel van de corporaties waarvan de duurzaamheidsopgave, door de lage rendementen, ook een belangrijke oorzaak van is. Onder de huidige omstandigheden lijkt de corporatiesector voor 2050 niet aan de duurzaamheidsdoelstellingen te voldoen. Dat de corporatievoorraad moet verduurzamen, staat niet ter discussie maar wel tegen welke prijs dit moet. Hoe dan ook gaan huurders dit in hun portemonnee voelen want uiteindelijk zijn zij het die de rekening betalen. De duurzaamheidsopgave is een opgave voor iedereen waardoor vooral gezamenlijk naar oplossingen gezocht moet worden. Dat het bonnetje van het verduurzamen van de woningvoorraad nu volledig bij de corporaties en dus de huurders ligt, voelt onrechtvaardig. Zowel de overheid, gemeenten en de bouwsector moeten gezamenlijk naar oplossingen zoeken. De corporatiesector draagt aan om hiervoor de verhuurdersheffing, of een deel ervan, in te zetten. Dit kan een oplossing zijn.

De corporaties zien de politieke onvoorspelbaarheid als risico, de politiek ziet de corporaties als risico

Toen de respondenten de vraag werd gesteld wat zij het grootste risico vinden voor de opgave die er ligt voor de totale sector, antwoordden zij allemaal de politieke onvoorspelbaarheid. Vanuit het oogpunt van de sector is dat ook begrijpelijk want de belastingdruk is nog nooit zo hoog geweest. Corporaties zijn als koplopers aangewezen voor de verduurzaming van de Nederlandse woningvoorraad en het woningtekort in de middenhuur ligt weer deels bij de corporaties. Een onderdeel van de herziene woningwet was juist dat corporaties zich meer moesten richten op de sociale woningvoorraad. De 'markt' zou de vrije-sector wel oppakken. Nu blijkt dat de 'markt' dit onvoldoende heeft gedaan, past men de aangepaste wetgeving weer aan om het corporaties weer eenvoudiger te maken hierin te participeren. Deze ingrijpende maatregelen maken het bepalen van een langetermijnstrategie voor de corporaties er niet eenvoudiger op.

Bovenstaande situatie heeft ook een andere kant van de medaille. Sinds de bruteringsoperatie in 1995 staan de corporaties op eigen benen. Voor die tijd was de sociale verhuur van woningen als taak ondergebracht bij de overheid. Anno 2019 heeft de Nederlandse overheid nog steeds een flinke vinger in de pap in de bedrijfsvoering van corporaties. Deels komt dit doordat de verhuur van sociale woningen een gereguleerde aangelegenheid is. Aan de andere kant hebben de corporaties tussen 2009 en 2013 vaak negatief in de schijnwerpers gestaan wat zij voor een groot deel aan zichzelf te wijten hebben. De aankoop van cruiseschepen, het hebben van een Maserati als bedrijfswagen en het speculeren met risicovolle derivatenproducten zijn doorgaans geen activiteiten die voorzien waren voor een corporatie. Dit leidde uiteindelijk ook tot de parlementaire enquête woningcorporaties en de invoering van de herziene Woningwet. De enquêtecommissie concludeerde dat er tekortkomingen waren in het stelsel waarbinnen corporaties actief zijn. Nadat deze uitkomsten bekend waren, hebben de toezichthouders het toezicht verscherpt en de grenzen waarbinnen corporaties mogen acteren strak afgebakend (Kamerstukken II, 33606, nr. 4, 2014, p. 30-39). Eigenlijk is de hele sector publiekelijk in de 'hoek' gezet en is de regie grotendeels uit handen genomen.

Vandaag de dag zie je dit nog steeds terugkomen in de verstandhouding tussen corporaties en de politiek. De sector heeft mede door het verleden nog steeds de publieke opinie tegen zich. Alhoewel corporatiesector de afgelopen jaren goede dingen hebben gedaan zoals het fors verlagen van de bedrijfslasten. Door als zowat de enige sector te blijven bouwen, hebben zij eigenhandig de bouwsector op de been gehouden tijdens de crisis. Het negatieve imago blijft op één of andere manier toch aan de sector kleven. Ook de politiek doet hier deels aan mee want kreten als *“ze hebben toch genoeg geld”*, zijn nog steeds hoorbaar in Den Haag. Het beeld dat corporaties rijke filantropische instellingen zijn, bestaat blijkbaar nog steeds. Puur kijkend naar de balans was de vastgoedportefeuille met een marktwaarde van 266 miljard euro enorm te noemen. We hebben het dan echter over marktwaarde die in de stenen zit en die corporaties niet kunnen effectueren totdat zij het onderliggende vastgoed verkopen. Dat de waarde van de portefeuille de afgelopen jaren flink gestegen is, komt vooral door de marktstijging. Geïnterviewde Unlu (Bijlage 1) vat dit als volgt samen: *“Alleen met waardeontwikkeling kunnen wij de rekeningen niet betalen”*.

“Alleen met waardeontwikkelingen kunnen wij de rekeningen niet betalen.” Y. Unlu

De politieke onvoorspelbaarheid beperkt zich volgens Verhagen en Köhler niet alleen tot de landelijke politiek. Geïnterviewde Verhagen (Bijlage 1) voorziet een meer lokaal risico in de zin dat de gemeente Amsterdam zware duurzaamheidseisen stelt bij nieuwe ontwikkelingen. Deze eisen liggen hoger dan dat wettelijk vastgelegd is. Hierdoor worden de projecten wel duur en halen zij de rendementseis niet waardoor Eigen Haard nog maar beperkt invulling kan geven aan haar eigen ambities. Ook Köhler noemt de eisen die de gemeente Amsterdam stelt aan de wijze van exploitatie bij een ontwikkeling als risico. Hij voegt hieraan toe dat dit kan leiden dat commerciële partijen afhaken waardoor een wisseling van de wacht kan ontstaan.

Voor geïnterviewde Tazelaar uit de politieke onvoorspelbaarheid zich in de regulering van de middenhuur. Vestia is met 14.000 woningen een grote verhuurder als het gaat om middenhuur (Tazelaar, Bijlage 1). Vestia heeft het beleid dat zij deze woningen tegen marktconforme huren verhuren. Dit is ook hetgeen Vestia inrekent in de meerjarenprognoses. Wanneer deze huren door regulering lager uitvallen, is dat lastig te verteren (Tazelaar, Bijlage 1). Tazelaar (Bijlage 1) is van mening dat wanneer je het vrije sector noemt, je het de markt dan ook laat regeren. *“De politiek heeft de afgelopen jaren echt zijn ogen gesloten want de experts riepen twintig jaar geleden al dat de middenhuur een probleem zou worden.”* (Tazelaar, Bijlage 1).

“De politiek heeft de afgelopen jaren echt zijn ogen gesloten want de experts riepen twintig jaar geleden al dat de middenhuur een probleem zou worden.” P. Tazelaar

Tijdens het interview met De Ruiter kwam het renterisico nog aan bod. Hij gaf aan dat wanneer de rente de komende jaren stijgt dit direct gevolgen heeft voor de haalbaarheid van de ambities. Hier zit wel een terechte zorg want een stijging van één procent kan grote gevolgen hebben voor de projecten die in de toekomst gepland staan. Dit risico is door de andere respondenten niet genoemd waardoor het mogelijk ook sterk afhankelijk is

van de manier waarop de financieringsstructuur van de corporatie er uit ziet. Hoe de rente zich de komende jaren gaat ontwikkelen, blijft koffiedik kijken. Het is wel aan te raden dat corporaties in de doorrekeningen van hun meerjarenbegroting een scenarioanalyse maken waarbij de rente de komende jaren stijgt.

Naast alle financiële risico's ziet Eijsvogels ook een maatschappelijk risico ontstaan. Volgens Eijsvogels is polarisatie in wijken en buurten een actueel potentieel risico. Voorheen waren corporaties de spil in de wijk doordat zij achter de voordeur bij mensen kwamen waarbij zij intensief samenwerkten met politie, maatschappelijke werkers en gemeenten. Door verschillende reorganisaties, het snijden in budgetten en de cap die er zit op de maatschappelijke uitgaven denkt Eijsvogels dat we dit gaan voelen. We zijn volgens Eijsvogels druk met het vastgoed en het verduurzamen ervan vanuit een technische en sterk financieel oogpunt. Maar juist die maatschappelijke kant kan in de toekomst voor problemen zorgen. Hiervoor haalde Eijsvogels de problemen bij onze buurlanden aan als voorbeeld. Naast dit potentieel maatschappelijk risico haalt Eijsvogels het klimaatprobleem aan als ander risico. Wanneer de aarde nog één of twee graden stijgt, heeft dat desastreuze gevolgen voor iedereen. Eijsvogels zegt dat wanneer we het hebben over risico's op lange termijn dit zeker iets moet zijn waar we stil bij moeten staan.

Waar we eerder zagen dat de rendementseis afhankelijk is van het blootgestelde risico van een investeringsvoorstel of een onderneming, vertalen de deelnemende corporaties deze risico's niet door in de rendementseis. Volgens de theorie zouden al de strategische risico's, wat feitelijk marktrisico's zijn, moeten leiden tot een hogere rendementseis. Dat de rendementen onder druk staan, komt niet zozeer doordat corporaties de rendementseis te hoog vaststellen door de gelopen risico's. Dit komt eerder omdat de inkomsten en uitgaven uit balans zijn en hiermee het verdienmodel.

5.3.1 Conclusie strategische risico's

De risico's die de respondenten aandragen als strategische risico's te zien, komen sterk overeen met de risico's uit het onderzoek van Breij & Van der Weerd (2019, p. 18). De belastingdruk is hoog en ook de overheid is zoekende naar oplossingen om de problemen in de Nederlandse woningmarkt op te lossen. Daarnaast staat de corporatiesector voor een aantal grote opgaven. Al deze risico's hebben invloed op de ambities en doelstellingen van de corporaties en de stakeholders.

Zoals eerder aangegeven, hebben corporaties hun zaakjes beter op orde. De sector heeft alleen nog wel last van het negatieve imago dat zij al dan niet terecht op gestempeld hebben gekregen. Dit heeft waarschijnlijk tijd nodig om het vertrouwen te herstellen. Enerzijds moeten de corporaties zorgen dat zij het vertrouwen niet beschamen. Anderzijds moet de overheid niet verwachten dat de corporaties elk probleem in de Nederlandse woningmarkt moeten oplossen. Daarnaast moet men ook oog hebben voor het verdienmodel van de corporaties want er moet wel een gezonde balans bestaan tussen de kosten, lees heffingen, en de inkomsten. Als de toezichthouders ook

al aangeven dat dit toch wel nijpend begint te worden, kan en moet Den Haag hiervoor niet haar kop in het zand steken.

Corporaties verwerken in ieder geval niet al de strategische risico's in de rendementseis. Dit lijkt ook totaal zinloos want deze staan al onder druk. Dit komt doordat de inkomsten en uitgaven te ver uit elkaar liggen. Wanneer de huren stijgen met de inflatie of iets meer en de bouwkosten stijgen in drie jaar tijd met meer dan 20%, gaat dit ergens wringen. Gezamenlijk moeten de corporatiesector en de overheid dit verdienmodel onder de loep nemen want de houdbaarheidsdatum van dit model lijkt verstreken.

5.4 Eindconclusie analysehoofdstuk

Nu bekend is hoe corporaties een rendementseis bepalen, hoe zij sturen op de financiële continuïteit en welke strategische risico's hierop van invloed zijn, kan een eindconclusie opgesteld worden

Corporaties hebben een ambitie dat is ingegeven door verschillende maatschappelijke opgaven zoals duurzaamheid en het bouwen van betaalbare woningen. Aan de andere kant hebben zij ook te maken met toenemende belastingdruk en hoge bouwkosten. Ook kan men stellen dat de ambitie een gedeelde ambitie is van de corporaties en haar stakeholders. Om deze ambitie waar te maken, of te kunnen betalen, moet het vermogen van de corporatie zich ontwikkelen. Dit is dan vervolgens onder te verdelen in eigen- en vreemd vermogen. Zodra duidelijk is hoe het vermogen van een corporatie zich moet ontwikkelen, toetsen zij of dit past binnen de normen van de financiële ratio's als toets op de continuïteit.

Voordat corporaties het überhaupt over een rendementseis hebben, is de ontwikkeling van de vermogensposities een strategische keuze die elke corporatie eerst moet maken. Hoe zij vervolgens de ontwikkeling van de vermogensposities naar een rendementseis vertalen, is van ondergeschikt belang. Het gaat dan met name veel meer over de methodiek en niet het doel. Het doel is namelijk dat het vermogen zich op een bepaalde manier ontwikkelt en de methodiek is meer het middel.

Wanneer een corporatie de minimale normen van de toezichthouders als maximale ondergrens aanhoudt, betekent dit dat elke tegenvallend scenario direct voor problemen kan zorgen. Het is daarom aan te bevelen om een buffer aan te houden wat betreft de ondergrens van de ratio's. Daarnaast is het verstandig dat corporaties met meerdere scenario's rekenen. Hoe moet de vermogenspositie zich ontwikkelen als de bouwkosten nog verder stijgen? En hoe moet het zich ontwikkelen als de rente met één procent stijgt? Hiermee sorteren corporaties al voor op mogelijke scenario's die zich de komende jaren voor kunnen doen.

Doordat de respondenten allemaal een voorkeur hebben voor de IRR is het aan te raden om de rendementseis ook volgens deze methodiek te bepalen. Corporaties moeten berekenen hoe hoog de IRR moet zijn, gegeven de ontwikkeling van de vermogensposities. Een optie is om een IRR-beleid en IRR-markt als beoordelingscriteria te

hanteren aangevuld met twee of drie financiële parameters uit het kader van Ortec. Corporaties moeten als methodiek vooral aanhouden waar zij zich senang bij voelen en wat bij hen past. Zolang zij maar een visie hebben over de ontwikkeling van de vermogensposities.

6 Conclusie, discussie en aanbeveling voor vervolgonderzoek

In dit onderzoek is naar een antwoord gezocht op de vraag: “Op welke wijze kan een corporatie een rendementseis formuleren voor investering in het DAEB-segment waarbij de risico’s zo valide mogelijk tot uitdrukking komen en de financiële continuïteit van de corporatie gewaarborgd blijft?”. Door kwalitatief onderzoek uit te voeren onder zes corporaties en twee consultancybureau is deze onderzoeksvraag beantwoord.

De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn:

- De WACC is eigenlijk niet geschikt voor een corporatie.
- Door het sturen op de financiële ratio’s is de rendementseis een sluitpost.
- Onder de huidige omstandigheden kan de corporatiesector de verwachtingen niet waarmaken.
- Een strategische keuze maken wat betreft de vermogensposities is het belangrijkste.

De WACC is eigenlijk niet geschikt voor een corporatie

Ook al maken de corporaties voor het bepalen van de rendementseis allemaal gebruik van de WACC, lijkt dit toch niet het juiste instrumentarium te zijn om investeringen te beoordelen en te sturen op financiële continuïteit. Uit de theorie blijkt dat er twee stromingen bestaan betreft de toepassing van de WACC binnen gereguleerde sectoren. Enerzijds stellen Boot & Ligterink (2011, p. 527) dat de WACC niet geschikt is voor ondernemingen als corporaties. Anderzijds vinden Gils & Swagerman (2015, p. 52) dat de WACC de corporaties prima kan helpen bij de zoektocht naar de balans tussen maatschappelijk- en financieel rendement. Uit de gehouden interviews blijkt dat corporaties net als de theorie ook niet uit dit vraagstuk komen.

Wat alle corporaties met elkaar gemeen hebben is dat zij werken met een rendementseis op bedrijfsniveau die zij vertalen naar een rendementseis op projectniveau. In de manier waarop zij deze doorvertaling maken, zijn alle corporaties uniek. Hierbij is het opvallend dat corporaties in tegenstelling tot commerciële beleggers, het project niet automatisch cancelen indien zij de rendementseis niet halen. Om toch de financiële continuïteit te waarborgen, sturen corporaties op de ontwikkeling van de financiële ratio’s. Deze ratio’s zijn een resultaat van alle geprognosticeerde kasstromen die een corporatie de in de meerjarenbegroting opneemt. Hierdoor kan het zijn dat een investeringsvoorstel niet voldoet aan de rendementseis maar wel past in het meerjarig bedrijfsrendement. Zodra blijkt dat de financiële ratio’s niet voldoen aan de normen die de toezichthouders stellen, is dit direct aanleiding om de ambities bij te stellen.

Doordat corporaties veelvuldig gebruik maken van de WACC lijken zij in beginsel de theorie van Gils & Swagerman (2015) te volgen. Maar wanneer we inzoomen op de manier waarop corporaties het rendement op eigen vermogen bepalen, lopen zij tegen dezelfde tekortkomingen aan waar Boot & Ligterink (2011, p. 527) tegenaan lopen. Als voorwaarde stellen Gils & Swagerman (2015, p. 52) dat corporaties, voor een juiste toepassing van de WACC, het rendement op eigen vermogen volgens de CAPM-methode moeten bepalen. De

praktijk toont aan dat geen van de corporaties dit doet. Sterker nog, corporaties kiezen een pragmatische oplossing door het rendement op eigen vermogen te koppelen aan de inflatie of aan een bouwkostenindex. Tijdens de interviews gaven de respondenten aan dat de CAPM een te complexe en te theoretische methodiek is om toe te passen. De reden dat het te complex voor corporaties is, komt door het ontbreken van een goede bèta. Daarnaast beperkt de afgebakende kerntaak corporaties in het beleggen in andere beleggingsobjecten dan huurwoningen en wat commercieel vastgoed. Hierdoor kunnen corporaties nauwelijks specifiek risico wegdiversifiëren. Dit zijn in grote lijnen ook de bezwaren die Boot & Ligterink (2011, p. 527) op de CAPM en WACC hebben.

De resultaten van dit onderzoek tonen aan dat de WACC eigenlijk niet toe te passen is door corporaties. Bij de bepaling van het eigen vermogen, kiezen de corporaties allen voor een pragmatische oplossing. Hoe logisch deze keuze wellicht ook is, doen zij hiermee afbreuk op de basisprincipes van de WACC en de CAPM waarbij beleggers een compensatie verwachten voor het gelopen risico. Alhoewel het onderzoek aantoont dat alle corporaties uniek zijn in het bepalen van de rendementseis voor een investeringsproject, nemen zij allen de WACC als vertrekpunt. Dit lijkt dan ook de voornaamste reden te zijn dat corporaties de WACC ondanks alle tekortkomingen blijven gebruiken. Hierbij speelt ook mee dat de rendementseis, anders dan bij beleggers, geen keiharde eis is voor het wel of niet doorgaan van een project. Hierin zijn corporaties uniek en is dit fenomeen kenmerkend voor de corporatiesector. Wanneer het aankomt op financiële continuïteit sturen corporaties namelijk niet op de WACC maar op de meerjarenbegroting en de daaruit vloeiende financiële ratio's. De corporatiesector heeft hiermee dus wel degelijk een alternatief voor de WACC.

Door het sturen op de financiële ratio's is de rendementseis een sluitpost

Corporaties zoeken, wat betreft de financiële continuïteit, de grenzen op die de toezichthouders hieraan stellen. De minimale normen die de toezichthouders stellen aan de ICR, LTV, solvabiliteit en dekkingsratio gelden voor zowel de toezichthouders als de corporaties als absolute ondergrens. Doordat corporaties in principe geen winstoogmerk hebben, is deze keuze prima te verdedigen. Wanneer een corporatie qua ratio's aan de minimale normen voldoet, kan men veronderstellen dat de financiële continuïteit gewaarborgd is. Hiermee hebben de toezichthouders indirect een keuze gemaakt hoe de vermogensposities van de corporaties zich minimaal moeten ontwikkelen. De corporaties hebben de verplichting om jaarlijks een meerjarige begroting aan te leveren die resulteren in de vier ratio's waarop de toezichthouders de corporaties beoordelen. Dit is de manier waarop corporaties en de toezichthouders sturen op de financiële continuïteit. De rendementseis is feitelijk niet meer dan een sluitpost tussen het resultaat van de meerjarenbegroting en de minimale normen van de financiële ratio's.

Het investeringsvolume van grote corporaties is te groot om bij individuele projectvoorstellen te sturen op de ratio's omdat het effect simpelweg te klein is. Een tegenvaller van een enkel project hoeft geen consequenties te hebben op bedrijfsniveau en beperkt zich bij grote corporaties tot dan ene project. Hierdoor zullen de grote corporaties het financiële beoordelingskader van Ortec niet één op één overnemen. Wel geven de parameters

uit het kader inzicht in de effecten op ratio's maar zijn ze voor de corporaties nooit beslissend voor het wel of niet doorgaan van een project.

Onder de huidige omstandigheden kan de corporatiesector de verwachtingen niet waarmaken

Dat de corporatiesector voor een aanzienlijke maatschappelijke opgave staat, blijkt onder andere uit het feit dat de overheid de corporatiesector heeft aangewezen als koploper in het verduurzamen van de woningvoorraad. Voor 2050 moet de sector alle 2,4 miljoen woningen verduurzamen, wat de sector naar schatting 108 miljard euro kost. Naast de duurzaamheidsopgave is er ook nog steeds een tekort aan betaalbare woningen. Wat hierbij niet helpt is dat de (ver)bouwkosten vanaf 2016 met meer dan 20% zijn gestegen. Verder is de belastingdruk, door de verhuurderheffing, VPB en de ATAD voor de corporaties naar recordhoogte gestegen. Dit zijn allemaal risico's die de volkshuisvestelijke doelstellingen van de corporatiesector in gevaar brengen. Naast de corporaties geeft ook de Aw in het Sectorbeeld 2018 aan dat het verdienmodel van corporaties in gevaar is en dat verdere verslechtering dreigt.

De resultaten uit dit onderzoek bevestigen ook het beeld uit het Sectorbeeld 2018 en de Strategische risicokaart (2019, Breij & Van der Weerd). De deelnemende corporaties geven, op Parteon na, aan de verschillende opgaven niet waar te kunnen maken onder de huidige omstandigheden. Alhoewel de corporaties wel degelijk inzien dat er een belangrijke rol voor hen weggelegd is bij het oplossen van de verschillende opgaven, kunnen zij dit simpelweg financieel niet bolwerken. Dat er iets moet veranderen lijkt evident en de sector moet hier samen met de overheid een oplossing voor zoeken. De corporatiesector te dwingen een te grote opgave op te pakken en niets aan het verdienmodel te veranderen, leidt vroeg of laat tot problemen. Zoals Conijn (2018) aangeeft moeten corporaties vooral prioriteiten stellen en niet elk probleem van de woningmarkt op moeten en willen oplossen.

Een strategische keuze maken wat betreft de vermogensposities is het belangrijkste

Dit onderzoek toont aan dat WACC of de rendementseis niet een keiharde eis is bij investeringsvoorstellen. Het is daarom veel belangrijker dat corporaties een strategische keuze maken in de manier waarop hun eigen- en vreemd vermogenspositie zich de komende vijftien tot twintig jaar moet ontwikkelen. Om de ambitie van de corporatie waar te maken, moeten de vermogensposities zich een bepaalde kant op ontwikkelen. Impliciet maken de corporaties hiermee ook de keuze hoe de financiële ratio's zich over deze periode moeten ontwikkelen. Hierbij kunnen corporaties de normen die de toezichthouders stellen aan de ratio's als absolute ondergrens aanhouden zodat de financiële continuïteit gewaarborgd blijft. Hierbij is het wel aan te bevelen om enige marge aan te houden zodat tegenvallende scenario's niet direct leiden tot problemen. Wanneer blijkt dat de ratio's door de ondergrens zakken, moeten corporaties de ambities naar beneden bijstellen. Dit maakt ook gelijk duidelijk – richting stakeholders - welk deel van de opgave corporaties niet op kunnen pakken.

Of corporaties de ontwikkeling van de vermogensposities vervolgens vertalen naar een rendementseis met een WACC, IRR, BAR, NAR of een andere methodiek, is niet zo relevant. Het belangrijkste is dat de vermogensposities

zich ontwikkelen conform het strategische besluit. Aangezien de meeste respondenten een voorkeur lijken te hebben voor de IRR is het aan te raden om een IRR als beoordelingscriteria te hanteren bij de beoordeling van investeringsvoorstellen in het DAEB-segment. Daarnaast kunnen meerdere signaleringsparameters uit het afwegingskader van Ortec extra inzicht geven in de effecten op de ratio's. Deze signaleringsparameters zijn dus niet bepalend voor het wel of niet doorgaan van een project maar helpen vooral bij de interne discussie of iets een goed project is. Hiermee is de centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek beantwoord en kan dit corporaties helpen in de zoektocht naar een rendementseis voor investeringen in het DAEB-segment.

6.1.1 Discussie & methodologische reflectie

Het praktijkgerichte onderzoek is uitgevoerd onder de vijf grootste corporaties van Nederland, aangevuld met een middelgrote corporatie. Door het afnemen van interviews is achterhaald hoe corporaties tot een verantwoorde rendementseis komen en tegen welke problemen zij hierbij aanlopen. Totaal bezitten de deelnemende corporaties 13% van de totale sociale voorraad. Het is aannemelijk dat wanneer hetzelfde onderzoek uitgevoerd wordt bij de nummer zes tot en met nummer tien grootste corporaties van Nederland dit dezelfde resultaten oplevert. Deze aanname kunnen we maken omdat er twee consultancybureaus hebben deelgenomen aan dit onderzoek, die praktijkervaringen hebben bij verschillende corporaties van groot tot klein. Hiermee zijn de resultaten van dit onderzoek valide

Binnen het theoretisch kader hebben de onderzoeken van zowel Boot & Ligterink als Gils & Swagerman een prominente plek gekregen. Waar Boot & Ligterink duidelijk twijfels hebben bij de toepasbaarheid van de WACC voor bedrijven die actief zijn in een gereguleerde sector, zien Gils & Swagerman juist kansen voor de WACC. Wat betreft de problemen die ontstaan bij de meetbaarheid van de financiële parameters en de bepaling van een juiste bèta, hebben Boot & Ligterink echt wel een punt. Wanneer het een corporatie toch zou lukken om via een bèta en een juiste marktrisicopremie het rendement op het eigen vermogen te bepalen, blijft het de vraag of deze dan klopt en of deze representatief is. Het principe van het wegdiversifiëren van risico's is voor corporaties niet aan de orde. De kerntaak van een corporatie is het verhuren van woningen aan mensen met de laagste inkomens. Daarnaast verhuren zij nog woningen in de vrije-sector en hebben zij nog wat commercieel vastgoed maar dan houdt het ook wel op. Een corporatie kan niet morgen besluiten om een deel van haar vermogen te beleggen in staatsobligaties of aandelen. Naar alle waarschijnlijkheid staan de toezichthouders een dergelijke keuze ook niet toe.

Uitgaande hiervan was de verwachting ook dat corporaties de WACC volledig links laten liggen, maar niets is minder waar. Alle – aan dit onderzoek deelnemende - corporaties bepalen het rendement op bedrijfsniveau via de WACC. Geen van deze corporaties bepaalt het rendement op eigen vermogen via de CAPM. Afgaande op de redenen die de respondenten aandragen hebben Boot & Ligterink gelijk gekregen. Zaken als het niet kunnen bepalen van de bèta en alle theoretische veronderstellingen die achter de CAPM schuilen werden aangedragen. Corporaties gebruiken de WACC maar kunnen zich tegelijkertijd afvragen hoe zinvol de WACC is op deze manier.

Hierbij is de conclusie van Gils & Swagerman weer valide dat voor een juiste toepassing van de WACC het rendement op eigen vermogen via een marktconforme methodiek bepaald moet worden. Hierbij lijkt de CAPM voor een corporatie alleen niet de juiste. De manier waarop de corporaties de WACC toepassen bevestigen zowel het beeld van Boot & Ligterink als voor een deel die van Gils & Swagerman. Het is daarom opmerkelijk dat corporaties op deze manier gebruik maken van de WACC om een rendementseis te bepalen. Dus is de conclusie van dit onderzoek dat de WACC niet geschikt is voor de bepaling van de rendementseis van een corporatie. Corporaties sturen echt op financiële continuïteit middels de meerjarenbegroting en financiële ratio's.

De inhoudelijke reflectie leidt ook tot een aantal methodologische beperkingen van dit onderzoek. Allereerst is er sprake van een relatief kleine steekproef, die wordt overheerst door de top vijf grootste corporaties. In het kader van de generaliseerbaarheid biedt dit mogelijkheden voor een verdere uitbreiding van de steekproef. Tegelijkertijd vraagt ook de theoretische benadering van dit vraagstuk nadere diepgang om eenduidigheid te creëren specifiek gericht op de maatschappelijke onderneming de corporatie.

6.1.2 Aanbeveling voor vervolgonderzoek

Wanneer corporaties een strategische keuze maken wat betreft de ontwikkeling van de vermogensposities is het aannemelijk dat zij dit niet alleen doen voor het DAEB-segment. Corporaties voeren nu eenmaal activiteiten uit in zowel het DAEB- als het niet DAEB-segment. Doordat de scope van dit onderzoek zich beperkt tot een rendementseis voor investeringen in het DAEB-segment is het interessant om te onderzoeken of de uitkomst voor het DAEB-segment hetzelfde is voor het niet DAEB-segment. Voor investeringen in het niet DAEB-segment hanteren de corporaties een marktconforme rendementseis. Dit heeft alles te maken met het feit dat het WSW niet borg staat voor de leningen ten behoeve van niet-DAEB-activiteiten waardoor de rente van deze leningen hoger zijn. Vanuit de nieuwe Woningwet werden corporaties verplicht een BAR van 5,5% te halen bij nieuw te verhuren niet DAEB-huurwoningen inclusief een markttoets. Door het tekort aan woningen in de middenhuur heeft het Ministerie van BZK deze BAR-eis naar beneden bijgesteld naar 0% (Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2018b, p. 2). Hiermee heeft de overheid voor ogen de markttoets voor toegelaten instellingen te vereenvoudigen zodat corporaties meer woningen in het middenhuur-segment bouwen. Hier komt ook de onvoorspelbaarheid van de politiek duidelijk naar voren want in 2015 moesten corporaties zich nog focussen op de kerntaak, het verhuren en bouwen van sociale huurwoningen. Amper drie jaar later past de overheid deze eis weer aan en zien zij een belangrijke rol weggelegd voor de corporaties bij het oplossen van het middenhuur probleem. Door de BAR-eis op 0% te stellen, zegt het Ministerie van BZK feitelijk dat alleen een negatief rendement niet geoorloofd is. Wat dan wel een verantwoorde rendementseis is voor investeringen in het niet DAEB-segment is het onderzoeken waard.

7 Persoonlijke reflectie

Toen ik mij tijdens het literatuuronderzoek ging verdiepen in het onderzoeksonderwerp dacht ik aan de hand van dit onderzoek een oplossing te kunnen bieden voor het vraagstuk. De inspiratie uit de literatuur bood ook een interessante richting daartoe - ik bedacht me dat naast het bepalen van een rendementseis het effect van investeringen op de ratio's bijdragen aan het nemen van verantwoorde investeringsbeslissingen. Het tijdens dit onderzoek uitgebrachte onderzoek van Ortec bevestigde deze denkrichting. Het principe van dit kader kwam in grote mate overeen met de oplossing die ik voor ogen had. Zoals eerder aangegeven, is het kader van Ortec in samenwerking met zestien kleine corporaties tot stand gekomen. Hierdoor was het interessant om te onderzoeken of grote corporaties ditzelfde kader toe kunnen passen bij de beoordeling van hun investeringsvoorstellen. Als aanvulling op mijn eigen onderzoek heb ik dit afwegingskader toegevoegd en getoetst bij de grootste corporaties van Nederland. Ik had me vooraf niet gerealiseerd dat bij de grote corporaties de effecten van een enkel investeringsvoorstel dermate klein zijn op de ratio's, dat een toets hierop geen zin heeft. De effecten op de ratio's bewaken de grote corporaties logischerwijs op bedrijfsniveau of op het niveau van een meerjarenbegroting.

Er bestaat – zoals ook gesteld in door de heer Eijsvogels - wat betreft de rendementseis en de toets hierop geen kant-en-klaarmodel waarbij een resultaat uitkomt die rood of groen kleurt. Ondanks dat de kerntaak van elke corporatie hetzelfde is, hebben zij allemaal een andere financiële positie en vooral een andere ambitie. In de conclusie van dit onderzoek geef ik al aan dat corporaties een keuze moeten maken over de ontwikkeling van de vermogensposities. Hierbij is het uiterst legitiem om de grenzen van de toezichthouders op te zoeken. Hoe logisch en niet revolutionair deze conclusie ook is, is dit wel een fundamentele keuze die een corporatie moet maken voordat zij aan een rendementseis denken. Ik had bij de start van dit onderzoek niet verwacht dat dit mijn conclusie zou zijn en had stiekem toch gehoopt op dat kant-en-klaarmodel.

Terugkijkend op de steekproef was het achteraf ook een aanvulling op het onderzoek geweest om iemand van de Aw of het WSW toe te voegen aan de steekproef. Het onderzoek is nu vrij intrinsiek vanuit de corporatiesector uitgevoerd. De toezichthouders kijken wellicht toch vanuit hun perspectief anders tegen deze onderzoeksvraag aan.

Het schrijven van deze scriptie heb ik met veel plezier gedaan en ik heb er veel van geleerd. Tegelijkertijd besef ik me dat er binnen de corporatiesector nog veel te verbeteren valt op dit onderwerp. Met de opgedane kennis van deze scriptie hoop ik hier in de toekomst mijn 'steentje' aan bij te dragen.

Bibliografie

Aedes. (2016). *Woningwet in de praktijk: De hoofdpunten*. Geraadpleegd op 2 mei van:

https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/769cda4802d68bf5/original/Woningwet_De-Hoofdpunten_Versie-oktober-2016.pdf

Aedes. (2017, 7 maart). *Wat is de huursombenadering?* Geraadpleegd op 2 mei 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/klant-en-wonen/huurbeleid/wat-is-de-huursombenadering.html>

Aedes. (2017a, 29 augustus). *‘Wetswijziging tegen belastingontwijking treft woningcorporaties’*.

Geraadpleegd op 23 augustus 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/fiscaliteiten--n-/VPB/aedes-%E2%80%98wetswijziging-tegen-belastingontwijking-treft-woningcorporaties%E2%80%99.html>

Aedes. (2018, mei). *Positionpaper klimaatakkoord*. Geraadpleegd op 23 mei 2019, van:

<https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/7343b3123192fe05/original/Aedes-Position-paper-Klimaatakkoord-mei-2018.pdf>

Aedes. (2018a, 18 december). *Hogere verhuurderheffing in gespannen woningmarkten*. Geraadpleegd op 25 augustus 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/verhuurdersheffing/hogere-verhuurderheffing-in-gespannen-woningmarkten.html>

Aedes. (2018b, December 19). *Woningcorporaties: goede richting in tussenstand Klimaatakkoord*.

Geraadpleegd op 2 mei 2019 van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/aedes/vereniging/verenigingscongressen/verenigingscongres-19-december.html>

Aedes. (2018c, 21 december). *Eerste Kamer stemt in met ATAD*. Geraadpleegd op 30 augustus 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/fiscaliteiten--n-/VPB/eerste-kamer-stemt-in-met-atad.html>

Aedes. (2019). *Woningwet in de praktijk (Passend toewijzen)*. Geraadpleegd op 2 mei 2019 van:

<https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/449b2c7059ccfba1/original/Handreiking-Aedes-Woningwet-in-de-praktijk-passend-toewijzen-Aedes-13-februari-2019.pdf>

Aedes. (2019a). *Knelpunten nieuwbouw*. Geraadpleegd op 2 mei 2019 van:

<https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/1ba52dad0d83e010/original/Aedes-Corporatiemonitor-nieuwbouw-februari-2019.pdf>

Aedes. (2019b, 19 september). *‘Gevolgen ATAD groot voor maatschappelijke opgave’*. Geraadpleegd op 7 oktober 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/fiscaliteiten--n-/VPB/aedes-gevolgen-atad-groot-voor-maatschappelijke-opgave.html>

Aedes, VNG, & Woonbond. (2016, 9 juni). *Stop de belasting op sociale huur*. Geraadpleegd op 25 augustus 2019 van:

<https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/4e8f73b60bca8008/original/Pamflet-Aedes-Stop-de-belasting-op-sociale-huur-2016.pdf>

Alan J. Marcus, P., Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2017). *Fundamentals of Corporate Finance* (3e ed.). New York, Verenigde Staten: McGraw-Hill Education.

Autoriteit woningcorporaties. (2018). *Sectorbeeld 2018*. Geraadpleegd op 20 maart van:

<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2018/12/20/rapport-sectorbeeld-2018>

Autoriteit woningcorporaties. (2018b). *Wet- en regelgeving scheiding DAEB/niet DAEB*. Geraadpleegd op 23 mei 2019 van:

<https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=2ahUKEwiHn86V2LHiAhUnuaQKHnKDW8QFjACegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fwww.ilent.nl%2Fbinaries%2Filt%2Fdocumenten%2Fpublicaties%2F2018%2F03%2F21%2Fwet--en-regelgeving-scheiding-daeb-niet-DAEB%2FWet%2Ben%2Bregelgeving%2Bscheiding%2BDAEB%2Bniet-DAEB.pdf&usg=AOvVaw2jNBxrVC-KzBFRbVGvtAnf>

Autoriteit woningcorporaties. (2018c). *Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW*. Geraadpleegd op 1 juni 2019 van:

https://www.wsw.nl/fileadmin/user_upload/Aw/20181112_Gezamenlijk_Beoordelingskader_Aw_WS_W.pdf

Baarda, D. B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., de Goede, M., van der Velden, T. M. H. (2013).

Basisboek kwalitatief onderzoek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek (Derde druk). Groningen/Houten, Nederland: Noordhoff Uitgevers.

Bex, P., Van der Poel, P., Van der Heijden, J., De Beet, E. (2017). *Effecten van de Woningwet op regeldruk voor corporaties*. Geraadpleegd van:

<https://www.siracompanies.com/wp-content/uploads/Effecten-van-de-Woningwet-op-regeldruk-voor-corporaties-Definitief.pdf>

Breij, M., & Van der Weerd, C. (2019). *Strategische risicokaart Corporatiesector*. Geraadpleegd op 26-9-2019 van:

https://gallery.mailchimp.com/63513aba5fd37fef22fe412d6/files/488f3191-0ff3-4b69-a28f-763fa6a34695/Eindrapportage_adviesbureau_accent_strategische_risicokaart_corporatie_maart_2019.pdf

- Blok, S. A. (2015, November 3). Kamerstuk 29453, nr. 401 | *Woningcorporaties; Brief regering; Invulling algemene maatregel van bestuur WSW* Geraadpleegd op 1 juni 2019 van:
<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-29453-401.html>
- Boot, A.W.A. & Ligterink, J. (2011), *Regulering van rendementen: snappen we het echt?*, Geraadpleegd op 20 mei 2019 van:
https://www.researchgate.net/publication/336639445_Regulering_van_rendementen_snappen_we_het_wel_echt
- Brusov P, Filatova T, Orehova N, Brusova A (2011) *Weighted average cost of capital in the theory of Modigliani–Miller, modified for a finite life–time company*. Appl Financ Econ 21(11)
- Capital Value. (2019). *De woning(beleggers)markt in beeld 2019*. Geraadpleegd op 10 juni 2019 van:
https://www.capitalvalue.nl/documents/9_Onderzoek/2019_De_woningbeleggingsmarkt_in_beeld_Samenvatting.pdf
- Centraal Bureau Statistiek. (2018, November 1). *CBS Statline*. Geraadpleegd op 6 juni 2019 van:
<https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/83163NED/table?ts=1559824256282>
- Centraal Bureau Statistiek. (2019, March 27). *CBS Statline*. Geraadpleegd op 6 juni 2019 van:
<https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/83908NED/table?ts=1559824011608>
- Cobouw. (2019, January 31). Corporatietoezichthouder waarschuwt: ‘*Stijging bouwkosten is voor corporaties echt schrikbarend*.’ Geraadpleegd op 6 juni 2019 van:
<https://www.cobouw.nl/woningbouw/nieuws/2019/01/stijging-bouwkosten-is-voor-corporaties-echt-schrikbarend-101269248?vakmedianet-approve-cookies=1>
- Conijn, J., Van der Goes, E., Albers, D., & Kosterman, W. (2018). *Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017*. geraadpleegd op 18 april 2019 van:
https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/769cda4802d68bf5/original/Woningwet_De-Hoofdpunten_Versie-oktober-2016.pdf
- Conijn, J. (2018, 20 december). ‘*Den Haag ziet niet wat ze aanricht in corporatiesector*’. Geraadpleegd op 26 maart 2019, van:
<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/financi-n-n/johan-conijn-%E2%80%98den-haag-ziet-niet-wat-ze-aanricht-in-corporatiesector%E2%80%99.html>
- Conijn, J., van ’t Hek, M., & van der Goes, E. J. (2018). *Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2018*. Geraadpleegd op 25 mei 2019 van:
<https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwjPhd3QzLbiAhWOI1AKHb7RBSYQFjAAegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fwww.woningmarktbeleid.nl%2Fbinaries%2Fwoningmarktbeleid%2Fdocumenten%2Fpublicaties%2F2018%2F10%2F24%2FRapportage-ibw-2018%2FRapportage%2BIBW%2B2018.pdf&usq=AOvVaw2cOU47vqqkXBwsjwNW5tK>

- Conijn, J., Van der Goes, E., Albers, D., & Kosterman, W. (2018). *Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017*. Geraadpleegd op 6-9-2019 van:
<https://gemeentennl.nl/wp-content/uploads/2018/07/Ortec-Finance-Rapport-ontwikkeling-Marktwaarde-Corporatiewoningen-2017-D....pdf>
- Conijn, J. B. S. (2019a). *Kennis is als een fata morgana*. Geraadpleegd op 23 mei 2019 van:
http://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/publicaties/Kennis_is_als_een_fata_morgana_afscheidsrede_Johan_Conijn.pdf
- Conijn, J. (2019, 7 augustus). *De verhuurdersheffing is de roze olifant in de -kamer*. De Volkskrant. Geraadpleegd op 2 oktober 2019 van:
<https://www.volkskrant.nl/columns-opinie/de-verhuurdersheffing-is-de-roze-olifant-in-de-kamer~bf7fd19a/>
- Conijn, J., Verkoeijen, A., & Eijsvogel, J. (2019). *Afwegingskader investeringen*. Geraadpleegd op 25 juli 2019 Van:
<https://www.ortecfinance.com/-/media/files/unrestricted/pdfs/real-estate-solutions/ortec-finance--afwegingskader-investeringen.pdf?la=nl-nl&hash=2EA10E27D9FC361A1D031A79B569C4498392CEAA>
- Doodeman, M. (2019, 27 juni). *Vestia-baas kraakt verdienmodel corporaties*. Geraadpleegd op 2 oktober 2019, van:
<https://privacy.vakmedianet.nl/cobouw/?ref=https://www.cobouw.nl/woningbouw/nieuws/2016/06/vestia-baas-kraakt-verdienmodel-corporaties-101139142>
- Fama, E.F & French, K.R. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. *Journal of Economic Perspectives*, 18-3, 25-46
- Gils, M., & Swagerman, D. B. (2015). *Toepassing van de WACC in de woningcorporatiesector. Een verkenning van de mogelijkheden en onmogelijkheden*. Geraadpleegd op 9 augustus 2019 van:
https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwi1t_GusfPiAhXC16QKHWHI4BMcQFjABegQIAhAC&url=http%3A%2F%2Farchief.mab-online.nl%2Fdownloaden%2F11717%2FToepassing-van-de-WACC-in-de-woningcorporatiesector&usg=AOvVaw2Yg6ivfEd1HSEM9zG13cG7
- Gruis, V. H. (2000). *Financieel-economische grondslagen voor woningcorporaties Het bepalen van de bedrijfswaarde, risico's en het voorraadbeleid* (Volkshuisvestingsbeleid en Woningmarkt 30). Geraadpleegd op 8 april 2019 van:
<https://repository.tudelft.nl/islandora/object/uuid:bfef4b3b-e046-485b-9898-30a7362d2953/datastream/OBJ/download>
- Jacobs, M., & Shivdasani, A. (2012, August 1). *Do You Know Your Cost of Capital?* Geraadpleegd op 30 mei 2019 van: <https://hbr.org/2012/07/do-you-know-your-cost-of-capital>

- Kamerstukken II, 33606, nr. 4 (2014) *Hoofdrapport Parlementaire enquête woningcorporaties*. Geraadpleegd op 11 april 2019 van: <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-33606-4.html>
- Klimaatberaad. (2018). *Voorstel voor hoofdlijnen van het Klimaatakkoord*. Geraadpleegd op 19 mei 2019 van: https://www.klimaatakkoord.nl/binaries/klimaatakkoord/documenten/publicaties/2018/07/10/hoofdlijnen-compleet/180710+-+Voorstel+voor+hoofdlijnen+voor+het+Klimaatakkoord+10+juli_totaal.pdf
- Kriens, J. (2018, 11 september). *Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD)* Geraadpleegd op 23 augustus 2019, van: https://vng.nl/files/vng/brieven/2018/20180913corsabrief-tweede-kamer-der-staten-generaal-inzake-atad_tleu201800693.pdf
- Marlet, G., Poort, J., & Van Woerkens, C. (2009, 15 mei). *Verzilver het stenen dividend.*, 294–297.
- McClure, B. (2019, May 21). *Investors need a good WACC*. Geraadpleegd op 30 mei 2019 van: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/061103.asp>
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, 2015, *“In vogelvlucht, De Woningwet 2015, Nieuwe spelregels voor de sociale sector”*, geraadpleegd op 25 maart 2019 van: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2015/03/17/woningwet-2015-in-vogelvlucht>
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. (2018, 14 december). *Staatscourant 2018, 69088, Besluiten van algemene strekking*. Geraadpleegd op 25 augustus 2019, van: https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2018-69088.html?utm_source=Update
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. (2018b, 17 juli). *Staatscourant 2018, 39197 | Overheid.nl > Officiële bekendmakingen*. Geraadpleegd op 1 oktober 2019, van: <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2018-39197.html>
- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. (2019b, 27 februari). *Toewijzen van betaalbare woningen*. Geraadpleegd op 2 mei 2019, van: www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/woningcorporaties/toewijzen-betalbare-woningen
- Modigliani F., Miller M. 1958, *The Cost of Capital, Corporate, Finance, and the Theory of Investment*. *American Economic Review*, 48, 261-297
- Ollongren, K. H. (2018, 13 maart). *Kamerbrief over meer prioriteit voor woningbouw* [Kamerbrief]. Geraadpleegd op 30 oktober 2019, van: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/03/13/kamerbrief-over-meer-prioriteit-voor-woningbouw>
- Ollongren, K. H. (2018a, 9 juli). *Wijziging van het Besluit toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015 inzake de vereenvoudiging van de markttoets en de correctie van een aantal onvolkomenheden*. Geraadpleegd op 29 oktober 2019, van: <https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/besluiten/2018/07/09/vereenvoudi>

[gde-markttoets-van-het-besluit-toegelaten-instellingen-volkshuisvesting-2015/vereenvoudigde-markttoets-van-het-besluit-toegelaten-instellingen-volkshuisvesting-2015.pdf](#)

Planbureau voor de Leefomgeving. (2018). *Balans van de Leefomgeving 2018 Nederland duurzaam vernieuwen*. Geraadpleegd op 29 oktober 2019 van:

<https://themasites.pbl.nl/balansvandeleeftomgeving/wp-content/uploads/pbl-2018-balans-van-de-leefomgeving-2018-3160.pdf>

Van der Velde, M., Jansen, P., & Dijkers, J. (2016). *Praktijkgericht onderzoek: opzetten, uitvoeren, analyseren en rapporteren* (Rev. ed.). Hilversum, The Netherlands: Concept.

Veenstra, J., Allers, M. A., & Garretsen, J. H. (2016). *Evaluatie verhuurderheffing*

Geraadpleegd op 23 oktober 2019 van:

https://www.coelo.nl/images/rapporten/Rapport_evaluatie_verhuurderheffing.pdf

Rijksoverheid. (2019, 1 mei). *Verhuurderheffing*. Geraadpleegd op 25 augustus 2019, van:

<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurwoning/verhuurderheffing>

Sharpe, W.F (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk*, "Journal of Finance, 19, 425-446

Van Gool, P., J., E. T. A. L., Jager, P., Theebe, M. A. J., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging* (5e ed.). Groningen, Nederland: Noordhoff.

Willems, J. (2018, 4 juni). *Scheiding DAEB niet DAEB complex proces en in te weinig tijd*. Geraadpleegd op 14 april 2019, van:

<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/financi-n-n/treasury/scheiding-daeb-niet-daeb-complex-proces-en-in-te-weinig-tijd.html>

Woonbond. (2017). *Effecten verhuurderheffing*. Geraadpleegd op 4 oktober 2019 van:

https://www.woonbond.nl/system/files_force/bijlages/woonbond%20-%20effecten%20verhuurderheffing.pdf

Woonbond. (2018, 9 februari). *Corporaties boeken forse winst*. Geraadpleegd op 2 oktober 2019, van:

<https://www.woonbond.nl/nieuws/corporaties-boeken-forse-winst>

Bijlage 1 Uitwerking interviews

Verslag interview N. Kornegoor, Finance Ideas

Respondent : Niels Kornegoor (SP2)
Werkzaam bij : Finance Ideas
Functie : Consultant
Interviewer : Dennis Pronk (SP1)
Datum : 11 juli 2019
Locatie : Watermanweg 50, Rotterdam

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Wat zie jij terug in de sector hoe deze rendementseis tot stand komt?*

SP2: Misschien een beetje flauw antwoord maar dat is echt rijp en groen door elkaar heen. Ik zie dat het voor veel corporaties echt een worsteling is en dan met name wat nemen zij wel en niet mee in de bepaling van een rendementseis. Een rendementseis kan op verschillende manieren bepaald worden maar het wordt pas spannend wanneer zij de bepaalde rendementseis niet halen. Er zijn dan corporaties die aan de rendementseis gaan sleutelen maar er zijn er ook die aan de rendementsberekening gaan sleutelen. Ook zijn er corporaties die er niet uitkomen en teruggaan naar de bedrijfswaarde. Alle varianten kom ik we tegen. Over het algemeen zien wij dat de WACC wel het meest toegepast wordt als rendementseis.

SP1: *Over het algemeen hebben de corporaties een WACC als rendementseis. Het rendement op eigen vermogen is voor een corporatie vrij lastig te bepalen. Hoe kijk je hiertegen aan?*

SP2: Hier merk je een groot verschil tussen corporaties. Men kan van de WACC een theoretisch gedrocht maken maar in de basis is het heel eenvoudig maar nog steeds theoretisch. Het rendement op vreemd vermogen is redelijk eenvoudig te bepalen. Het gaat mis bij de bepaling van het rendement op eigen vermogen. Een pragmatische oplossing is om hier te kiezen voor inflatievolgend. Ook kan er een poging gedaan worden om dit via de CAPM te doen maar deze is vrij ingewikkeld. Naar mijn mening moet er eerst een fundamentele vraag beantwoord worden: "Welke langjarige doelstelling heeft de corporatie betreft haar eigen vermogenspositie?". Hoe wil men dat de ratio's zich de komende 20 jaar ontwikkelen. Dit alles gaat uiteraard gepaard met de ambities die een corporaties heeft. Een corporatie op de Veluwe heeft een andere ambitie dan een corporatie in Amsterdam. Een dergelijke corporaties op de Veluwe zou dan wat minder ruim in de ratio's hoeven te zitten en zou dan zelfs aan inflatie 0 of -1 kunnen denken. Hier wordt te weinig over nagedacht maar hier moet je als corporatie echt wel wat van vinden. Een corporatie kan geen rendementseis bepalen op welke manier dan ook wanneer je niet weet wat je ambities zijn en wat je langjarige strategische vermogenspositie is. Ik kom nog heel wat corporaties tegen die een meerjarenbegroting (MJB) hebben van 3 jaar oftewel 3 jaar aan projecten hebben ingerekend. Het lijkt mij niet dat ze na 3 jaar stoppen met investeren maar zij hebben dan onvoldoende nagedacht over projecten verder dan 3 jaar. Op die manier kan je niets zeggen over je vermogenspositie, en dus

over je financiële continuïteit, op langere termijn. Dat is wat wij in onze advisering en gesprekken veel terugzien wat niet echt met de primaire vraag te maken heeft want dat is: " We willen investeren maar we halen onze rendementseis niet bijvoorbeeld en nu?". Achter deze vraag ligt een groter vraagstuk wat te maken heeft met financiële sturing en welke strategie je uitrolt. Een slimme kop iets kan een rendementseis bedenken en uitrollen maar voordat de hele organisatie hierin meenemen vraagt om meer strategisch denken en heeft een langere doorlooptijd.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen corporaties in op het niet halen van de rendementseis en hoe kunnen ze hun financiële continuïteit waarborgen?*

SP2: Het borgen van de financiële continuïteit kan alleen wanneer een corporatie meerjarig haar financiële positie inzichtelijk maakt met daaronder liggende projecten. Een aantal keer een project met een slecht rendement doen, zorgt er niet voor dat een corporatie 'kopje onder' gaat. De meeste corporaties kunnen dat wel lijden. Wanneer ze dit te vaak doen, bestaat het risico dat na 10 jaar blijkt dat ze de gestelde ambities niet gerealiseerd hebben maar stiekem wel hele stukje uit hun vermogen hebben gevreten. Uiteindelijk zijn de huurders die wonen in de complexen waar de projecten geannuleerd of uitgesteld worden hier de dupe van. Het is dus belangrijk om de transitie over een lange termijn, zeg minimaal 10 jaar, in te rekenen en dit zoveel mogelijk te kwantificeren. Dit laat zien hoe vaak onrendabele gedaan kunnen worden en dat je dit in perspectief kan plaatsen. Je weet dan als ik dit doe dan weet ik dat ik over 10 of 15 jaar nog steeds op koers ben voor mijn transitie. Dan bevestig je voor jezelf dat dit kan of juist niet.

SP1: *Net gaf je aan dat jullie toch nog regelmatig meemaken dat er heel wat corporaties met een korte termijn horizon werken. Hoe gaan die hier dan mee om?*

SP2: Die tuigen het op en laat ik even heel zwart/wit stellen dat zij de WACC pakken welke zij in de simpelste vorm loslaten op de huidige jaarrekening dus wat is onze rente nu en wat is de inflatie voor eigen vermogen. Dan komt daar misschien een WACC uit van 3% dan komt er een project waar aan ze gaan rekenen. Ze hebben een duurzaamheidsambitie het wordt verhuurd onder de 2e aftoppingsgrens waar dan een rendement uitkomt van 0%. Men heeft veelal wel in het investeringsstatuut opgenomen als het niet voldoet aan de rendementseis betekent dit niet automatisch dat het project niet door gaat. Wel is dan beschreven wat dan de route is voor de besluitvorming. Dan zijn er vaak volkshuisvestelijke motieven die men zwaar vindt wegen en daartoe tot besluit. Op korte termijn is men tevreden want het project gaat door, stakeholders zijn tevreden, de afdeling vastgoed heeft weer een project waarmee ze aan de slag kunnen. Dit repeteert zich dan een aantal keer en op een gegeven moment komt men tot de conclusie dat dit wel vaak voorkomt en waarom voldoen we niet aan onze doelstellingen. In mijn ogen is daar 1 van de oorzaken van dat door het gebruik van de WACC bij investeringen je eigen vermogenspositie over langere termijn wordt voor een groot deel bepaald hoe het bezit rendeert. Voor een klein deel van het bezit ga je ingrepen doen dus laten we zeggen dat je in 10 jaar bij 5% van je bezit ingrepen

doet. Bij de overige 95% voor je regulier onderhoud uit. Wat de situatie is bij de WACC is dat 95% van het bezit een rendement heeft wat net boven de WACC zit, laten we zeggen 3,2%. De overige 5%, wat de projecten zijn, hebben misschien allemaal 0%. Maar gewogen gemiddeld over een langere termijn is dat wellicht wel 3% oftewel het systeem klopt wel alleen moet er onderscheid gemaakt worden in projecten die wel de revue passeren en de complexen waar ik niets aan doe. Samen zorgen ze ervoor dat ik het wel haal maar als ik alleen de projecten pak die onrendabel zijn en ik pak het gewogen gemiddelde meetlat.

SP1: *Dus eigenlijk zeg je dat men eigenlijk een WACC per project moet bepalen?*

SP2: Ja daar zou men in ieder geval rekenschap mee moeten houden. Als je hem op die manier bekijkt dan zie je dus ook dat het helemaal niet erg is om als corporatie ook projecten te doen die onder het gewogen gemiddelde zitten. Ergo een project van 0% rendement daar gaat men niet aan onder door, sterker nog dat is hoe corporaties ook in bedrijfswaarde sferen mee omgingen. Men boekt nou eenmaal wat af en aan het ene deel van het bezit wint men wat en dat gebruikt men voor onrendabele investeringen in een klein deel van het bezit.

SP1: *Dus om de financiële continuïteit te waarborgen moet men kijken naar het lange termijnperspectief?*

SP2: Ja je moet weten waar de balans is. Dan kan je zeggen dat je de projecten doet van de projectmanager die het hardst schreeuwt maar dat is wat je nu dan krijgt. De ultieme vraag hoe is het op langere termijn kan in mijn ogen alleen maar door middel van een goede portefeuille strategie, een goed meerjarenraming waar projecten goed in geland zijn en dat goed inzichtelijk maken. Zo komt vanzelf de balans een keer bovendrijven. Ergo vooral nu de bouwkosten stijgen zie je dus heel veel corporaties met projecten waar 0% rendement eerder de regel is dan de gemiddelde WACC. Een sloop/nieuwbouwproject kan zelfs negatief rendement hebben. Voor nieuwbouw niet DAEB, hoog in de huur en gunstig aanbesteed dat zou dan wellicht net de WACC kunnen halen. Je kan dit zelf wel aanvoelen wanneer je weet hoe hoog de WACC ligt en de beperkingen die je als corporatie hebt, gezien het huur- en onderhoudsniveau dat je nastreeft. Een belegger zou zeggen voor duupie op de 1e rij zitten, is wat je eigenlijk wilt als corporatie.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: Voor wat betreft de toepassing van de beleidswaarde om tot de ratio's te komen waarop de Aw en het WSW beoordelen zijn er wat mij betreft geen onduidelijkheden. Dan heb je het echt over de waarde en de vertaling van kasstromen naar waardebegrip.

Wat betreft het gebruik van de beleidswaarde bij een IRR-berekening zie ik dat de sector hier op verschillende manieren mee omgaat. De grotere corporaties voelen zich over het algemeen meer senang bij de marktwaarde.

Kleinere clubs passen over het algemeen de beleidswaarde omdat zij zich daar beter bij voelen. De grotere corporaties werken al wat langer met de marktwaarde en zijn over het algemeen op een professionelere manier aan het sturen op hun vastgoed door het toepassen van assetmanagement. Zelf heb ik niet echt een voorkeur maar wat ik het allerbelangrijkst vind is de wijze waarop men de IRR berekend in lijn is met de manier waarop de rendementseis wordt bepaald. Ik maak nog wel eens mee dat een corporatie de rendementseis oorspronkelijk niet haalt en veranderen dan de eindwaarde bepaling in de IRR-berekening waardoor ze de rendementseis ineens wel halen. Dan ben je niet goed bezig. Ik vind het vooral belangrijk dat wat men in een IRR-berekening stopt het in evenwicht is en dat men bewust keuzes maakt. Dat vind ik veel belangrijker dan wat men leidend vindt. De marktwaarde en de beleidswaarde zijn twee waardebegrippen waar de sector mee te maken heeft. Op projectniveau geeft de marktwaarde een andere uitkomst dan dat de beleidswaarde dat doet. Dit maakt het alleen maar heel complex voor de sector maar dit is wel de richting waarheen we toe gaan als sector. Het is vooral van belang dat duidelijk is waar we het over hebben zodat er geen appels met peren vergeleken worden. Ik kan me dan ook zo voorstellen dat er een IRR op beleidswaarde als op marktwaarde gemaakt en gepresenteerd wordt. Het is dan wel van belang dat degene die een besluit nemen over het wel of niet doorgaan van een project weten waar ze naar kijken. Hoe meer stoplichten er op een dashboard staan hoe ingewikkelder het tevens kan worden.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: Ja maar dan moet je de beleidswaarde gebruiken conform de regels van Aw en WSW. Dat de kasstromen eronder, eigenlijk de beleidskasstromen, gebruikt voor de IRR-berekening. Eigenlijk vind ik de beleidskasstromen zelf veel belangrijker omdat je daarmee de IRR berekent en dat moet je zelf wat van vinden. Dat andere is een verplichting richting stakeholder. Die nuance zou ik er wel in aan willen brengen.

SP1: *Door de lage rendementen is een toets op alleen een rendementseis niet meer voldoende. Een beoordeling op de financiële ratio's LTV en ICR kan bijdrage aan een verantwoorde investeringsbeslissing. Echter heeft een enkel project niet echt invloed op deze financiële ratio's (zeker niet bij grote corporaties). Hoe kijk jij aan tegen het toetsen van investeringen op financiële ratio's?*

SP2: Ligt eraan hoe je dit doet. Bij een grote corporatie als Vestia is het effect van een enkel project op de ratio's nihil. Het is dus heel lastig is om dat effect direct als toetsingscriteria te hanteren. Er kan wel per project bepaald worden of het een positieve of negatieve bijdrage heeft aan de ratio's. Ik denk dan aan de ICR en LTV. Wanneer een project afwijkt van het begrote bedrag dat ingerekend is in de MJB moet er bepaald worden of de afwijking acceptabel is. Het was een voorspelling dus een beperkte afwijking accepteer ik maar als die afwijking groter is dan een x% moeten we heroverwegen. Mogelijk komen dan andere projecten later in het jaar in het geding omdat ik niet wil dat de absolute overschrijding gedaan wordt want dan is die ultieme vraag of de doelstellingen gehaald worden.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen corporaties er toch voor dat de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Ik zie wel dat er druk is en ik deel ook wel wat daar geschreven wordt. Ik denk alleen als je het wel beschouwt er ook een andere kant is. Corporaties gebruiken de druk ook graag om bijvoorbeeld van de verhuurderheffing af te komen. Als je heel kritisch kijkt, zit er nog bij heel wat corporaties inefficiëntie in die eruit moet. Er zijn ook nog best wat corporaties die nog in gebieden zitten waarvan je je kan afvragen of daar nog sociale huur nodig is. Je vervalt dan in politieke discussies. Je kan je afvragen of we binnen de ring in Amsterdam woningen aanbieden onder de aftoppingsgrens. Tegen welke kosten willen we dat? Daar kan je ook op een andere manier naar kijken. Als je alle ambities van corporaties gaat inrekenen, is dat gewoon niet haalbaar. Vanuit de politiek wordt de duurzaamheidsproblematiek op de corporatiesector afgewend. Ik zie ingrepen in bestaand bezit van € 160.000, - voor een NOM-woning. Daar hoeft je niet heel lang aan te rekenen om te zien dat dit niet gaat lukken. Is het dan het verdienmodel of is de ambitie van de corporaties te groot of verschuift de politiek te veel naar de corporaties.

SP1: *Het beeld dat ik er ook wel bij heb, is dat corporaties na de parlementaire enquête nog in het strafbankje zitten en dat de overheid nog iets heeft van "wij vertellen wel even hoe jullie het moeten doen".*

SP2: Klopt en daar kan je nog aan toevoegen dat de WSW het borgingsstelsel wilt hanteren. Hier is Vestia ook een goed voorbeeld van want zij voldeden niet aan de ratio's en moesten hier binnen een bepaalde termijn aan voldoen. Hierom moest er geld naar Vestia terwijl er geen probleem in liquiditeit was en niet direct zouden omvallen. Misschien chargeer ik nu iets te veel dat de solidariteitsbijdrage vooral heeft bijgedragen aan het oppoetsen van de ratio's om weer binnen het stramien te vallen. Dit is echt voer voor politieke discussies. Ik zie corporaties in gebieden waar een enorme opgave is die dit niet kunnen bolwerken. Tegelijkertijd zie ik ook corporaties die rustig een aantal jaar op hun handen kunnen zitten en niet gaan investeren zie je solvabiliteitsratio's enorm stijgen. Met een beetje leverage kun je dat enorm inzetten. Al met al kijk ik er een beetje gemengd naar.

SP1: *Na de realisatie van een project (het nemen van de eenmalige onrendabele top) hebben complexen een goed rendement. Hoe gaan corporaties hiermee om en is dat in jouw ogen juist?*

SP2: Volgens mij is dit precies de situatie en doorziet niet iedereen dit. Het kan dus best zo zijn dat een project na het nemen van de onrendabele top een rendement heeft dat hoger ligt dan de rendementseis op bestaand bezit. Het mag niet zo zijn dat na jaar 1 de onrendabele top vergeten moet worden. Aan de andere kant moet het ook niet zijn dat een project direct wordt afgeschoten omdat er een onrendabele top op zit. Ik vind het zinvol om beide mee te nemen in de afweging of een project wel of niet doorgaat. Wellicht kan de corporatie de onrendabele top prima lijden en draagt het project na jaar 1 bij aan het portefeuillerendement. Dit soort

projecten zorgt er dan weer voor dat er projecten met onrendabele toppen door kunnen gaan. Ik heb vorig jaar meegemaakt dat een RvC aan een corporatie vroeg: "Hoe kan het dat we nu een onrendabel project gaan doen wat we heel spannend vinden en volgend jaar rendeert hij 5%". Dit zorgde voor veel discussie en verwarring. Dus ook hier geldt dat bij de beslissers bekend moet zijn waar het over gaat en wat zowel een onrendabele top als direct rendement betekent.

Verslag interview Y. Unlu, Ymere

Respondent : Y. Unlu (SP2)
Werkzaam bij : Ymere
Functie : Hoofd Asset Management
Interviewer : Dennis Pronk (SP1)
Datum : 12 juli 2019
Locatie : Jollemanshof, Amsterdam

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: Wij werken in ieder geval met een IRR op marktwaarde door middel van een DCF. Hierbij hebben we gekeken naar onze organisatie in zijn totaliteit. Wat moet je ophalen? Welk rendement moet je draaien om überhaupt de continuïteit te kunnen waarborgen. Wat wij hebben gedaan is dat we eerst een rendementseis voor ons bestaande bezit formuleren, ook een IRR. Een IRR-berekening is eigenlijk een NAR plus groeivoet. Die NAR kan je uitrekenen en vervolgens stop je daar een ambitie in middels de groeivoet. Er bestaan verschillende manieren om tot deze groeivoet te komen. Hier hebben wij verschillende reeksen voor onderzocht en geanalyseerd. Vervolgens hebben we ons afgevraagd wat het best zou passen bij een DAEB-portefeuille voor een toegelaten instelling. Tegen welke rendementseis moeten we ons bestaande bezit toetsen? We hebben dus toen een rendementseis op ons bestaande bezit geformuleerd.

Als we kijken naar onze investeringsprojecten en met name nieuwbouwprojecten, bestaat dit uit toekomstig bezit wat we in exploitatie gaan nemen. Er moet dan ook een relatie zijn tussen mijn rendementseis op mijn bestaande bezit en mijn toevoeging. Daar hebben we 2 stappen voor bedacht. De 1e stap is hoe verhoudt het onderhoud van het bestaande bezit zich tot nieuwbouw. Wij hebben de aanname gedaan dat onderhoud aan een nieuw of gerenoveerd pand lager is dan aan een bestaand pand. Daar zit dus een verschil en doen we dus een afslag op onderhoud. De 2e stap heeft te maken met het fenomeen onrendabel. Wij waarderen ons bezit op marktwaarde en de toets is dus ook op marktwaarde. Alleen is de investering niet per se op marktwaarde want marktwaarde gaat uit van hoe de buitenwereld tegen ons bezit aankijkt en hoe zij dat waarderen. Corporaties hebben beleidskasstromen zowel voor onze inkomsten als uitgaven. Hier zitten zaken in als maximale sociale huur, verhuurderheffing en andere onderhoudsnormen. Dus daar zitten best wel wat verschillen tussen hoe wij als belegger, corporatiebelegger kijken naar ons vastgoed en hoe wij dat waarderen en wat het ons mag kosten versus hoe de markt naar ons bezit kijkt. Daar ontstaat de onrendabele top waarvoor wij een aanname doen voor onze investeringen. Dit corrigeren we op de rendementseis op marktwaarde waardoor we op onze eigen rendementseis uitkomen. Hier hebben we recentelijk nog iets aan toegevoegd. Wij zijn actief in meerder gebieden en anders dan bij beleggers maken wij geen onderscheid in huurniveaus. Dus de locatie doet niets in huurpotentie of in huuropbrengsten. Of ik nu een woning in Almere heb, vragen we € 650 huur. Voor een woning in hartje Amsterdam vragen we ook € 650 huur. Terwijl de markthuur in Amsterdam € 2.000, - is en in Almere € 700. De onderliggende waarde is in Amsterdam dus hoger wat zou betekenen dat we hier meer zouden mogen investeren. Deze discrepantie halen we er nu uit door een maximaal te investeren bedrag te bepalen. Als het ware zetten we er een cap op door een minimale BAR te eisen op onze investeringen.

SP1: *Hebben jullie voor de lange termijn een strategische keuze gemaakt in wat een acceptabele vermogenspositie is voor Ymere?*

SP2: Ja. Sterker nog die hoeven wij niet te maken want die heeft de Aw en WSW voor ons bepaald. Wij worden gezien als een systeemcorporatie met een max aan financieringsruimte van € 3,5 miljard. Dus zitten wij in onze leverage max aan de € 3,5 miljard. Dus als je hebt over eigen- en vreemd vermogen is dat voor ons al uitgekristalliseerd en zit daar niet zoveel spannends bij. Het gaat er alleen om hoe zijn we de komende jaren gefinancierd en wat is onze rentelast de komende jaren. Dat neem je mee in overweging. Het moeilijkste is daarbij wat is nu een rendementseis op eigen vermogen bij een corporatie. Die moet je gewoon relateren aan wat wil je als investeringsruimte per jaar? Wat moet eronder aan de streep overblijven om te kunnen investeren? Onze investeringsruimte hebben we ook meerjarig bepaald. Vervolgens hebben we ook aan de hand van CAPM en WACC allemaal toetsen gedaan hoe we kunnen komen tot een rendementseis op eigen vermogen. Zodat we in ieder geval op organisatieniveau kan zeggen van "wacht even" dit is gewoon goed voor langjarig. Dus wij werken met een IRR, een BAR-eis erbij dus looptijdrendement en geen zaken als bedrijfswaarde, beleidswaarde of de WACC.

SP1: *Over het algemeen hebben de corporaties een WACC als rendementseis. Het rendement op eigen vermogen is voor een corporatie vrij lastig te bepalen. Hoe doen jullie dat?*

Dat klopt. Wat wij hebben gedaan is dat IRR is het vertrekpunt, BAR-eis is additioneel en de WACC is controletoeis. De WACC is een hoger niveau want ik vind eigenlijk dat je met een WACC geen project kan toetsen. De WACC bepaal je op bedrijfsniveau welke door vertaald moet worden naar individuele projecten.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Nee wij passen de rendementseis niet aan. Als we het wel doen gaat het echt om een uitzonderlijk geval zoals een complex met funderingsproblemen. Hier krijgen we dan te maken met hoge kosten. In dergelijke gevallen maken we wel de afweging of we zo'n complex in de portefeuille moeten houden. Het kan zijn dat de investering, waarde of type product niet meer past binnen de langjarige sociale huur. Een optie kan dan zijn dat we het gaan opknappen om het vervolgens te verkopen.

We constateren nu dat we zoveel investeringsruimte hebben om onze portefeuille een bepaalde kant op te sturen om onze investeringsambitie waar te maken. Dan zien we dus dat we in onze eigen pijplijn onvoldoende

projecten hebben om die ambitie waar te maken. We zijn nu voorzichtig bezig met acquisitie naar nieuwe locaties en projecten. Dat betekent dus ook een actie om de pijplijn de komende jaren goed te vullen of die onzekere projecten naar zekere projecten te krijgen. We hebben het dus best wel ok in beeld.

SP1: *Hoe past dit dan in de enorme opgave die er ligt, neem duurzaamheid waar algemeen bekend is dat dit gepaard gaat met lage rendementen?*

SP2: Wij hebben aangegeven dat we de duurzaamheidsambitie niet gaan halen voor 2050 met het type bezit dat wij hebben. Wij hebben in verhouding tot andere corporaties relatief oud bezit en wij krijgen ons oude bezit niet voldaan aan al die duurzaamheidseisen binnen die tijd. Dus daarvan hebben wij gezegd dat we er langer over gaan doen en dat wij dit verstandig gaan doen. Wij gaan heel goed de ontwikkelingen in de markt volgen om daar maximaal van te profiteren, hopende dat hier een soort kostenefficiëntie in gaat komen in de komende 10-15 jaar.

SP1: *Ik neem aan dat jullie wel het scenario doorgerekend van wat als we wel alles gaan doen. Zien jullie dan dat de continuïteit in het gevaar komt?*

SP2: Ja klopt. Of de huren moeten omhoog of we moeten de nieuwbouw stopzetten waardoor we niets meer toevoegen. Het is kiezen tussen twee kwaden en wij proberen hier een balans in te vinden. We blijven nieuwbouw toevoegen en de beschikbaarheid te vergroten. Ook proberen we onze maatschappelijke verantwoordelijkheid te pakken door de duurzaamheidsmaatregelen toe te passen waar we kunnen. Hier zoeken we naar een evenwicht tussen de opgaven die er liggen en financiële continuïteit. Dat is en blijft een uitdaging. We proberen verstandig te zijn. We hebben wel vanuit onze afdeling Vastgoedbeheer een soort deltaplan gemaakt en het bezit in kaart gebracht met waar kunnen we snelle grote stappen maken. Dat doen we dan wel naast de reguliere projecten. Met name bij het bestaande bezit heb je altijd met bewoners te maken met herhuisvesting, uitplaatsing, terugkering. Dit is best wel ingewikkeld. Dus we proberen te zoeken naar quick-wins zonder dat we een heel proces moeten doorlopen met bewoners. Denk aan dingen die je aan de schil kan doen of aan het dak of installaties.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: Wij gebruiken deze niet voor de IRR-berekening. De beleidswaarde is niet te gebruiken voor een vastgoedafweging. Een beleidswaarde is wat mij betreft een toets op kasstromen en niet op stenen. Dus kan je deze helemaal niet gebruiken voor vastgoed afwegingen of een investeringsafweging dus gebruiken wij hem niet. Het enige waar wij het voor gebruiken is een stukje verantwoording voor Aw en WSW voor de ratio's en dat is

het. Ik vind het persoonlijk een gedrocht en blijkbaar zijn onze toezichhouders niet in staat om ons te beoordelen op marktwaarde. Vervolgens verzinnen we de beleidswaarde maar daar kan je geen investeringsafweging op maken.

Het is nog relatief nieuw en wellicht moet het nog doorontwikkeld worden maar zoals de beleidswaarde nu is, kan ik het niet gebruiken voor investeringsvraagstukken.

SP1: *Door de lage rendementen is een toets op alleen een rendementseis niet meer voldoende. Een beoordeling op de financiële ratio's LTV en ICR kan bijdrage aan een verantwoorde investeringsbeslissing. Echter heeft een enkel project niet echt invloed op deze financiële ratio's (zeker niet bij grote corporaties). Hoe kijk jij aan tegen het toetsen van investeringen op financiële ratio's?*

SP2: Dat doen wij niet. Wat wij zeggen is dat onze strategische control afdeling maakt langjarige forecasten en die bepaalt de investeringsruimte afgaande van bepaalde strategische keuzes. Dat past binnen de ratio's en ontwikkelingen. Binnen deze investeringsruimte hebben we projecten. De projecten moeten individueel voldoen maar op portefeuilleniveau checken we rendement wat bij moet dragen aan onze financiële continuïteit. Wij zijn als Ymere zo groot dat individuele projecten geen invloed hebben op de ratio's. Een individueel project beoordelen op de ICR of LTV heeft voor ons dus geen zin.

SP1: *Je gaf net aan dat een enkel project best wel eens kan afwijken ten opzichte van wat begroot is. Maar hoe houd je nou grip op het grote geheel terwijl je af en toe wat onrendabele investeringen doet?*

SP2: Het principe is dat een project sowieso aan de rendementseis moet voldoen. Dit zit helemaal goed tussen de oren van de projectverantwoordelijke die eraan werkt. Daarnaast hebben we investeringscommissie die alle investeringsvoorstellen beoordelen en wanneer een project niet aan de rendementseis voldoet, zonder een goed verhaal, geven we geen akkoord. Er zitten wel eens een aantal bijzondere gevallen bij en daarvan vragen we ons af: Wat is nu het verhaal? Wat zijn de alternatieven? En soms ontkomen we er niet aan om het dan toch uit te voeren. Wat we wel doen is dat we alles bij elkaar optellen en kijken wat de gevolgen zijn op de investeringsruimte en op de financiële continuïteit. Wij willen voorkomen dat we structureel interen op ons eigen vermogen. We kijken dus eerst naar een individueel project en dan naar de samenhang.

SP1: *Corporaties rekenen investeringsinitiatieven door in de MJIB. Hierbij maken zij een inschatting van de stichtingskosten. Wanneer de uiteindelijke stichtingskosten passen binnen deze geraamde kosten zou het project een Go kunnen krijgen. Gezien de huidige ontwikkeling van de bouwkosten zien we dat deze kosten vaak hoger zijn dan geraamd. Houden jullie voldoende rekening met deze ontwikkeling? Rekenen jullie de prijsstijging door in de toekomstige projecten in de MJIB?*

SP2: Ja we willen zo realistisch mogelijk begroten. Wij hebben een actieve portefeuille van 5 jaar waarbij we bij de eerste 2 jaar redelijk zeker weten wat de bouwkosten zijn. Alles na 2 jaar wordt wat softer qua haalbaarheid of slagingskans en werken we met kengetallen. Jaarlijks actualiseren we onze MJB en nemen hier prijsontwikkelingen in mee.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouw prijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Ik herken dat beeld wel. Voor ons als Ymere geldt dat we jaarlijks circa € 100 miljoen heffingen en belastingen betalen. Daar tegenover staat dat we circa € 550 miljoen aan huuropbrengsten hebben. We hebben een investeringscapaciteit jaarlijks van € 150 miljoen voor nieuwbouw en voor bestaande bouw. Als je dan nog eens € 100 miljoen aan belasting betaalt, mis je ergens € 100 miljoen. Wij hadden ook nog € 100 miljoen in vastgoed kunnen investeren dan wel in onderhoud dan wel in nieuwbouw. Dat is echt wel veel en dat tegengeluid is belangrijk want uiteindelijk komt het erop neer dat we bepaalde dingen niet kunnen doen. Denk bijvoorbeeld aan de problematiek in de middenhuur. Het speelveld verandert continu en dat is leuk maar niet altijd even makkelijk.

SP1: *Na de realisatie van een project (het nemen van de eenmalige onrendabele top) hebben complexen een goed rendement. Hoe gaan jullie hiermee om?*

SP2: Daarom hebben wij nadrukkelijk de koppeling gemaakt tussen rendement op investeringen en rendement op eigen vermogen. De stap van exploitatiekosten en de stap van onrendabel. Zo wordt die link gemaakt om niet volledig uit de pas te lopen. Zo voorkomen we dat wanneer we bij ons bestaand bezit op basis van marktwaarde de prestatie meten na het nemen van de onrendabele top een vet goed rendement hebben. Die link hebben we dus gemaakt om dit te voorkomen. Als jij zegt ik heb een rendementseis van 4% op nieuwbouw en op het moment dat het complex in exploitatie komt en je bent jaar in jaar uit aan het interen op je eigen vermogen ben je dus niet goed bezig. Je moet die link dus wel maken.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: Eigenlijk is het grootste risico het veranderende politieke beleid. Actueel is de verhoogde belastingdruk van de verhuurderheffing en ATAD, de duurzaamheidsopgave en de problematiek rondom de middenhuur. We

moeten als corporatiesector veel gericht en actiever de politiek bewerken. Hoe vaak hebben we niet een of andere subsidieregeling gekregen wat vaak een sigaar uit eigen doos is, waar wanneer het te succesvol was weer een streep doorheen gaat. Ik vind dat Aedes goede pogingen doet maar je kan je afvragen of zij dit hard genoeg kunnen. Aedes vertegenwoordigt circa 350 verschillende corporaties van groot tot klein en van grootstedelijk tot landelijk. Het belangenverschil is te groot waardoor het risico bestaat dat er een gulden middenweg wordt gekozen.

Verslag interview W. Debets, Portaal

Respondent : Willem Debets (SP2)
Werkzaam bij : Portaal
Functie : Portefeuillemanager
Interviewer : Dennis Pronk (SP1)
Datum : 17 juli 2019
Locatie : Beneluxlaan 9, Utrecht

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: Wij hanteren 3 rendementseisen namelijk een IRR op marktwaarde, een IRR op beleidswaarde en een rendementseis op direct rendement. De IRR-markt is een toets op marktconformiteit met een afslag op lagere huren. De IRR-beleid is daarentegen meer een toets op continuïteit. Direct rendement hebben we vrij recent toegevoegd omdat voor ons het evenwicht tussen uitgaven en inkomsten van belang is.

De IRR-markt is eigenlijk gebaseerd op de een marktconforme disconteringsvoet. Elk jaar wordt ons bezit gewaardeerd door taxateurs waarbij een disconteringsvoet wordt meegegeven voor de afslag van de markthuur naar een lagere huur. De beleidswaarde gaat veel meer over de financiële continuïteit en daarmee wat we langjarig nodig hebben. Is onze WACC in evenwicht met de langjarige inkomsten en uitgaven? Hier komt een soort afgeleide uit van wat dat zou betekenen op bedrijfsniveau wat we weer vertalen naar rendement. Het is de bedoeling dat we vanuit de operatie sturen op rendement. Uiteindelijk willen we de onrendabele investeringen vanuit de operationele kasstromen financieren zodat we hier geen financiering voor aan hoeven te trekken. Wij hebben 3 rendementseisen welke zijn ontwikkeld in de tijd. Toen we hier 4 à 5 jaar geleden mee begonnen moesten we over op marktwaarde. Wij wilden voorloper zijn zodat we aan de marktwaarde konden wennen. Er zijn natuurlijk allemaal mitsen en maren. Welke modellen en systemen we moesten gebruiken. Heel snel zeiden we passen niet alleen maar de marktwaarde maar ook de beleidswaarde. De beleidswaarde pasten we al toe voordat deze was vastgesteld zo'n jaar of 5. De marktwaarde is vanuit marktconformiteit met een afslag voor lagere huur en de beleidswaarde gaat veel meer over continuïteit. De 3 die we onlangs hebben toegevoegd is direct rendement. Een IRR op beleidswaarde gaat veel meer over eindwaarde en langjarig terwijl voor ons ook speelt het evenwicht tussen de inkomsten en de uitgaven. Wij hebben daar meer last van in die zin anders dan in Vestia. Wij zijn wel van alle grote corporaties het goede verhaal scherpst aan de wind gevaren de afgelopen jaren. De slechte kant ook wel het snelst dat wij tegen onze grenzen aanlopen van wat we aankunnen. Op dit moment komt eigenlijk te weinig geld binnen om de uitgaven te dekken. Dit is een opgave om niet te bezuinigen maar wel te optimaliseren en daar moet wel strak op gestuurd worden de komende jaren. De marktconforme rendementseis is eigenlijk gebaseerd op een marktconforme disconteringsvoet. Elk jaar wordt ons bezit gewaardeerd waarbij deze disconteringsvoet wordt meegegeven waarop een afslag op omdat we met lagere huren werken. Bij nieuwbouw gaat dat goed alleen bij renovatie vind ik hem lastiger want daar zit het heel erg in waar je mee te maken. De beleidswaarde gaat veel meer over de continuïteit en die gaat over wat hebben we langjarig nodig dus hoe is onze WACC en zijn onze langjarige inkomsten en uitgaven in evenwicht. Daar komt een

soort afgeleide uit van wat dat dan zou betekenen op bedrijfsniveau aan rendementseis waarbij de kasstroom wordt terugvertaald naar rendement. De vertalen we weer terug naar eisen voor investeringen. Dan is het idee dat we sturen in de operatie op rendementen. Ik wil langjarig uit de operatie € 130 à € 140 miljoen overhouden voor rente. Als we de rente eraf halen houden we nog € 70 miljoen over en dat kunnen we onrendabel aan renovaties uitgeven. Als je dat uitrekent houd je ten opzichte van de waarde van ons bezit 2% over. Dit is feitelijk de continuïteitseis. Die vertalen we weer terug naar onze investeringen dan zou je op zijn minst een hoger rendement dan die 2% moeten draaien

SP1: *Hebben jullie voor de lange termijn een strategische keuze gemaakt in wat een acceptabele vermogenspositie is voor Portaal?*

SP2: Ja dat hebben we wel geprobeerd al kan je daar nog wel op aanmerken maar het is wel goed uitlegbaar. Wij hebben onze projecten langjarig ingerekend en hier zijn de ratio's op berekend en bepaald. Vervolgens hoort hier een rendementseis bij om de ambities verantwoord te kunnen doen. Dit begint allemaal bij het goed in de hoofden van projectbetrokkenen te krijgen dat er zoiets is als een rendementseis. Dit kost tijd maar ik kan zeggen dat dit nu gelukt is. Corporaties en ook wij hebben er een handje van om te zeggen we halen de rendementseis niet maar vanwege maatschappelijk belang moeten we het toch doen. Wat je dan eigenlijk zegt is dat het financieel volkomen weggegooid geld is. Aan de andere kant voeren we nauwelijks projecten uit wanneer we keihard de rendementseis toepassen. Hier een goed evenwicht in vinden is wel cruciaal en vergt communicatie. Het is belangrijk dat iedereen weet dat er een rendementseis is waar men zich aan moet houden en wat zijn eventueel de knoppen. De gebruikskant is wel heel goed terwijl we met de financiële mensen moeten bewaken dat dit geen schade kan opleveren.

Ja een beetje zo en vertaald naar mensentaal. Je kan er aan alle kanten nog een gat in schieten maar het is wel goed uitlegbaar. We hebben niet hele ingewikkelde modellen waar dan een tovergetal uitkomt. Ik kan heel erg makkelijk uitleggen zo werkt het, het is marktconform waardoor het goed uitlegbaar. Waarom het zo is, wat er dan gebeurt en wat je eraan kan doen om het rendement te beïnvloeden. Bij nieuwbouw werkt dit goed. We hebben ook projecten die de rendementseis niet halen en dan zeggen we dat de ontwikkelaar beter had moeten onderhandelen met de grond of je moet de gemeente aanspreken voor een lagere grondprijs. Bij renovaties merken we dat er rendement van 0 is en dat verbloemen we door te zeggen "we hebben een verlaagde rendementseis" terwijl je eigenlijk moet zeggen het is financieel gezien volkomen weggegooid geld. Dat is nog niet altijd even goed vertaald en dit fluctueert ook naarmate je ambities hebt. Als je A++ renoveert heb je een heel ander kostenplaatje dan wanneer je C renoveert. Het is veel meer het faciliteren van beleidsuitspraken dan dat het echt een rendementseis is. Dat is inhoudelijk maar aan de communicatiekant werkt het wel zo dat iedereen goed weet dit een rendementseis en hier moet ik me aan houden en dit zijn eventueel de knoppen. De gebruikskant is wel heel goed terwijl we met de financiële mensen moeten bewaken dat dit geen schade kan opleveren.

SP1: *Het viel mij op dat rendementseis voor nieuwbouw best hoog was met 4%. Is dat haalbaar in deze tijd?*

SP2: Ja het kan maar dan moet je wel alles goed doen. De praktijk valt vaak tegen want de aannemer is duurder of de huren moeten naar beneden. Daarom hebben we een dubbele eis dat de RvC over de continuïteit gaat waarbij zij een ondergrens hebben vastgesteld. Wanneer een voorstel deze ondergrens niet haalt, voeren we het project niet uit want dan komt de continuïteit in het geding. We hebben net woningen van € 150k opgeleverd daar halen we de rendementseis niet maar ze zakken nog niet door de ondergrens. Het bestuur en ik kunnen dan zeggen ik stuur de voorstellen terug en wij vinden dat je het beter moet doen maar lukt dat echt niet dan kunnen we besluiten de voorstellen toch goed te keuren. Deze projecten zitten dus in de bandbreedte en afhankelijk van het maatschappelijk verhaal voeren we het wel of niet uit. Deels is de rendementseis echt financieel maar het gaat ook over governance.

SP1: *In de jaarrekening viel mij op dat jullie een verbetering op de ratio's plannen de komende jaren. Waarom is dat want het lijkt erop dat jullie ruimer in jullie financiële 'jasje' komen te zitten. Jullie zouden er ook voor kunnen kiezen om aan de normen van de Aw en WSW te voldoen zodat jullie meer kunnen investeren. Waarom is dat?*

SP2: Dit is de uitkomst van het traject dus de MJB is een soort ambitie die wordt ingevuld met projecten. Als je niet alleen de cijfers bekijkt maar ook de commentaren doen we niet voldoende. Als je niet voldoende doet word je rijk want als je niets doet en je inkomsten blijven creëer je geld. Wat je ziet en dat is inderdaad elke keer de vraag of je het moet dicht rekenen zodat het er slecht uitziet of is dit wat we echt denken wat we kunnen doen. Dit is een lang intern traject geweest en uiteindelijk is dit wel wat er uitkomt. Je ziet dat we met dit pakket eigenlijk onze ambities niet helemaal waar maken maar de ratio's verbeteren wel. Als we hem gaan vullen met wat we zouden willen doen, verslechteren de ratio's. De keuze is gemaakt om de transparante echte prognose in te rekenen.

Het 2e is nog wel dat de ratio's van het WSW bijvoorbeeld de ICR van 1,4 waarvan wij intern zeggen dat deze 1,6 moet zijn, zie je dat we voor de renovaties vanuit de operatie willen betalen, gaan we naar een ICR van 2. Ik heb ook wel twijfels of de Aw sturen op omvalrisico's terwijl wij sturen op ambities.

SP1: *Jullie hebben 3 toetsingscriteria voor de projecten moeten de voorstellen aan 3 de criteria voldoen?*

SP2: Ja ze moeten aan alle 3 voldoen. Daarmee heb je ook wel de 1 wat zwaarder dan de ander. Maar ze staan wel naast elkaar.

SP1: *Kan het zo zijn in de praktijk dat de 1 op groen staat en de ander op rood?*

SP2: Ja dat kan. Het komt voor dat we marktconform zijn maar niet op de beleidswaarde. Je kan dan zeggen dat de ontwikkelaar het goed heeft gedaan maar dat de assetmanager de verkeerde opdracht heeft gegeven. Het is ook een beetje waar ligt de knop of de oplossing of iemand heeft een argument dat in Utrecht de waardes zo hoog zijn. Dan moet je minder woningen gaan bouwen. Uiteindelijk moet aan het eind van het jaar de rekening betaald worden. Het lastige vind ik dat er nooit een waarheid is want het is altijd voor de een of wat anders. Maar het is wel een indicatie. Ik zie dat mensen die het niet snappen vasthouden aan de kleurtjes en degene die wat slimmer zijn, weten de juiste plekken te vinden om aan hun project te werken. Dat is wat je zo willen en de allerslimsten gaan de knoppen hacken. Het is dus echt alle 3 naast elkaar omdat het verschillende werelden zijn. Marktconform is wat anders dan continuïteit en is wat anders dan bijdrage aan de operatie en die 3 willen we getoetst hebben.

SP1: *Hoe bewaken jullie dan toch de continuïteit wanneer er meerdere projecten die op rood staan omwille van maatschappelijk belang toch uitgevoerd worden?*

SP2: Niet goed genoeg nog. Of we het geld hebben, toetsen we wel. Maar de optelsom van die projecten in het rendement niet. Dat zit hem veel meer in de exploitatie van het bestaande bezit waarin die monitoring zit. Zo'n project til je er eigenlijk even uit en daarna zet je hem er weer in doen we niet goed genoeg. De reden is dat we hier geen goed systeem voor hebben, de organisatie is in ontwikkeling en dingen duren altijd langer dan dat je wilt. Ik kan het wel fantaseren maar krijg het niet geïmplementeerd. Dat is niet goed maar wel het eerlijke antwoord.

SP1: *Over het algemeen hebben de corporaties een WACC als rendementseis. Het rendement op eigen vermogen is voor een corporatie vrij lastig te bepalen. Hoe doen jullie dat?*

SP2: Wij hebben dit rendement bepaald op langjarig inflatie volgend. Soms gaat de marktwaarde van de woningen met 10% omhoog en dan weer met 5% omlaag. Als wij 500 jaar bestaan kan je zeggen dat dit inflatie volgend meeloopt en dat hebben we op 2% gesteld. Heel veel meer dan dit is het niet. Met het idee dat we geen doelstelling hebben op de waardeontwikkeling anders dan een belegger waar het geld het enige doel is van die waardeontwikkeling. De cirkelredenering is dat wanneer de waarde met de inflatie meegaat dan is het voldoende. Als we nu 50.000 woningen willen en we willen over 50 jaar nog steeds 50.000 woningen zou de waarde meegaan met de inflatie.

SP1: *Hebben jullie overwogen om dit rendement op eigenvermogen met een CAPM te bepalen?*

SP2: Ja daar hebben we wel naar gekeken maar dan verval je al snel in allerlei theorieën die ik niet goed meer kan uitleggen. Of de inflatievariant dan beter of slechter is weet ik niet maar ik kan deze wel beter uitleggen aan de mensen. Misschien is het wel zo simpel om te stellen dat net zoals bij iedereen thuis er net zoveel moet binnen komen dan dat eruit gaat. Wanneer wij dat als Portaal ook doen, kunnen we op deze manier langjarig mee met onze bestaande woningvoorraad en hoeven we geen leningen aan te trekken voor onrendabels. We trekken dan alleen nog maar leningen aan voor waardeontwikkelingen dus voor nieuwbouw en niet voor renovaties. Het helpt ons ook dat het niet onze ambitie is om te groeien maar om stabiel te blijven qua het aantal woningen in de voorraad. De waarde moet de woning in stand houden en de woning is de waarde dus dat gaat dan me elkaar mee.

Ja we hebben er wel naar gekeken alleen hielp het om hier domme vragen over stellen. Ik kon het namelijk niet meer uitleggen. Of de inflatievariant dan beter of slechter is, weet ik niet. We hebben de interne sturing en daarnaast de LTV en de ICR en ja dat is de echte veiligheid. Waar we wel van teruggekomen zijn is dat die hele ingewikkelde WACC. Misschien is het wel zo simpel dat wanneer we € 70 miljoen aan rente hebben en € 70 miljoen aan investeringen er € 140 miljoen moet binnenkomen. Dan kunnen we langjarig mee gaan met onze woningvoorraad en dan hoeven we geen leningen aan te trekken voor onrendabels. Dan trek je alleen maar leningen aan op waardeontwikkeling. Voor nieuwbouw kan je wel lenen maar voor renovaties niet. Dan heb je een soort jaarlijkse conjunctuur verschillen. Continuïteit raakt het niet en daar komt wel bij dat we niet de ambitie hebben om met 20.000 woningen te groeien en ook niet te dalen. De ambitie is om gelijk te blijven waar het kan en elk jaar voegen we iets van 100 woningen bij. Daarmee is het een soort veiligheid ding en niet een doel op zich. De waarde moet de woning in stand houden en de woning is de waarde dus dat gaat dan me elkaar mee. Je kan hier allemaal slimme gaten in schieten maar hier hebben wij voor gekozen. Je kan op heel veel verschillende manieren een rendement op eigen vermogen bepalen maar wordt het daarmee beter en wat ik het belangrijkste vind is of ik het dan nog kan uitleggen en niet diehard fineuten. Door het simpel mogelijk te houden, landt het wel redelijk want mensen kunnen dit wel volgen. Als je het gaat hebben over CAPM haken mensen af. Wat er uit gaat moet er ook weer in komen, kan iedereen volgen.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Eigenlijk doen we beiden. Bij de rendementseis op beleidswaarde hanteren we een bandbreedte waarbij we dus een ondergrens hebben. Hier zie je wel dat de combinaties van ambities en prijzen het moeilijk maken om de beleidswaarde te halen. Het blijft elke keer de vraag of dit aan het project of aan de rendementseis ligt.

Wanneer de rendementseis structureel, wat er nu dus gebeurt, niet gehaald wordt, moet je wellicht toch overwegen om naar de rendementseis te kijken. En als de rendementseis naar beneden gaat, heeft dit direct consequenties voor de investeringsambities. Jaarlijks evalueren we de uitgevoerde projecten en analyseren welke projecten de rendementseis niet halen en met welke reden. Hier proberen we van te leren zodat we het in de toekomst beter kunnen doen zonder de financiële continuïteit uit het oog te verliezen.

SP1: *Betekent dit dan dat er geplande projecten komen te vervallen?*

SP2: Bij nieuwbouw compenseert de leegwaarde heel veel. Die zie je meegaan waardoor de marktwaarde omhooggaat. Waar we voorheen problemen hadden met de marktwaarde omdat we zoveel afslagen deden is dat nu precies andersom. De beleidswaarde waarbij de huren hetzelfde blijven is nu het issue. Bij renovaties daar zitten hele grote afslagen op om het mogelijk te maken. Waar we bij nieuwbouw zeggen hier hanteren we een rendementseis van 4%, is het bij renovatie al knap als het geen 0% is. Bij renovaties is 2% al knap en wat je daarmee eigenlijk zegt is dat het financieel gezien weggegooid geld is. Waar ik zelf wel mee zit is of je dat nu op rendement moet toetsen of bijna of naar stelposten waarbij je een grens aanbrengt van hoeveel geld je maximaal in zo'n woning wilt stoppen. Maar ja ga je dan weer een extra eis introduceren die het allemaal nog ingewikkelder maakt of zeg je dit is de 4e manier om ernaar te kijken.

Wat ook een interessante is dat we weinig rekening houden met conjunctuur. Hiermee wil ik zeggen dat we er allemaal geen rekening mee houden wat er gebeurt wanneer de marktwaarde gemiddeld met 10% naar beneden gaat. Dit zit in geen enkel model.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: Ik kom hier ook steeds meer op terug. Wij zijn relatief snel gestart met het gebruik van de beleidswaarde. Dat hebben wij gedaan omdat wij op zoek waren naar een vervanger van de bedrijfswaarde. Op zich is het principe van de beleidswaarde prima want je start vanuit marktconformiteit en vervolgens werk je toe naar een beleidswaarde. De marktwaarde is dan wel de waarde hoe de buitenwereld naar ons vastgoed kijkt maar de beleidswaarde is voor ons veel knellender. Bij nieuwbouw voegen we iets nieuws toe en dan is het goed dat we zowel de marktwaarde als de beleidswaarde meenemen in de afweging. Met name bij renovaties twijfel ik helemaal omdat er eigenlijk geen waarde toevoeging is. Wij gaan wel de komende tijd bekijken hoe nuttig de beleidswaarde nu daadwerkelijk is. Misschien is het wel een bewustwording dat het ook een waarde is die van invloed is op onze bedrijfsvoering. Wij hebben de ondergrens van de beleidswaarde zo laag gezet dat alleen de gekke dingen niet door kunnen gaan. De marktwaarde is een soort achtervang waarde waar je alleen iets aan hebt zodra je het vastgoed verkoopt. Zo lang je het in bezit houdt, heb je er niet veel aan. Er moet iets van een

tegenhanger van de marktwaarde zijn en of dat dan de beleidswaarde of een andere waarde is, maakt mij niet zo heel veel uit. Iets moet de continuïteit waarborgen en dat is nu de beleidswaarde. Iedereen die het snapt kan het relativeren en het moet nog doorontwikkeld worden.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: Ja voor ons op dit moment wel maar zoals ik net al zei gaan we dit de komende heroverwegen.

SP1: *Door de lage rendementen is een toets op alleen een rendementseis niet meer voldoende. Een beoordeling op de financiële ratio's LTV en ICR kan bijdrage aan een verantwoorde investeringsbeslissing. Echter heeft een enkel project niet echt invloed op deze financiële ratio's (zeker niet bij grote corporaties). Hoe kijk jij aan tegen het toetsen van investeringen op financiële ratio's?*

SP2: Het toetsen op ratio's is voor ons ook lastig omdat € 100 miljoen nauwelijks effect heeft op de ratio's. Daarom moet je het rendement op projectniveau vertalen en op woningniveau. Wij maken een soort huishoudboekje per project waarbij je kan zien wat komt er binnen aan huur wat betalen we aan belastingen, onderhoud en leefbaarheid. Uiteindelijk staat er dan onder aan de streep een bedrag dat we overhouden. Bedragen van 100 miljoen en 300 miljoen zegt ze niets. Iedereen kan dat huishoudboekje snappen en relateren aan zijn eigen situatie thuis. Een overschrijding op een project heeft geen invloed op onze continuïteit maar als we dat elke keer doen, gaat het wel mis. Het zit hem veel meer in woorden en elk project moet je behandelen of het essentieel is voor je continuïteit. Je kan voor elk project wel zeggen hier heb ik een reden om een miljoen over mijn begroting te gaan. Dat is dan waarschijnlijk ook zo en dat heeft nergens invloed op behalve op dat project. Aan ons als investeringscommissie is het om het financieel maximale uit het project te halen en als er niets meer te halen valt, is het ook klaar. Hier heb je wel een moeilijk punt te pakken. Je moet de toon hebben alsof je leven ervan af hangt en op een gegeven moment is het klaar en moeten we het project ondersteunen.

SP1: *Corporaties rekenen investeringsinitiatieven door in de MJIB. Hierbij maken zij een inschatting van de stichtingskosten. Wanneer de uiteindelijke stichtingskosten passen binnen deze geraamde kosten zou het project een Go kunnen krijgen. Gezien de huidige ontwikkeling van de bouwkosten zien we dat deze kosten vaak hoger zijn dan geraamd. Houden jullie voldoende rekening met deze ontwikkeling? Rekenen jullie de prijsstijging door in de toekomstige projecten in de MJIB?*

SP2: Ja dat doen we. Wij doen dit 2 à 3 keer per jaar. Wij hebben nu voor elkaar gekregen dat dit een meer dynamisch proces aan het worden is. Voorheen deden we het aan begin van het jaar en aan het einde van het jaar. We willen er uiteindelijk naar toe dat we elk project dynamisch in de MJB willen zetten. Dit houdt in dat we trends continu monitoren en verwerken op basis van 1 of meerdere projecten. De veranderingen gaat te hard om het 1x per jaar te doen.

Door dit vaker per jaar te doen, hebben we nu goed overzicht of tegenvallers op projectniveau opgevangen kunnen worden in de MJB. We hebben het nu voor elkaar dat de € 150 miljoen die per jaar beschikbaar is voor de projecten portefeuille ook daadwerkelijk gerealiseerd wordt. Voorheen haalden we dit bij lange na niet.

Dus ja we doen het maar het is nog niet perfect.

Ik ben hier ook veel op zoek gegaan hoe andere dit dan doen. Wat je dan merkt is dat er in eerste instantie een heel stoer verhaal opgehangen wordt maar wanneer je doorvraagt blijkt iedereen het een beetje houtje-touwtje te doen. Ik ben wel trots op de stappen die we hebben gemaakt wat dat gaat ons beter in staat stellen om te sturen op de projecten portefeuille.

SP1: *Is het bij jullie ook zo dat de projecten die de komende 2 jaar op stapel staan redelijk prijs vast in de MJB staan en alles wat na die 2 jaar komt, staat er o.b.v. kengetallen in?*

SP2: Ja dat klopt de komende 2 jaar is bij ons de pijplijn en die is nu gevuld. Na 2 jaar doen we projecten o.b.v. labels. De asset managers zijn verantwoordelijk om die pijplijn gevuld te houden. Hierdoor kunnen we 5 jaar goed vooruitkijken waarbij de eerste 2 jaar 100% gevuld is met projecten

SP1: *Is die € 150 miljoen gebaseerd op de financiële ruimte die er is of is dit een resultaat van de projecten die jullie willen doen?*

SP2: Beide. Het is een mooi compromis van ik wil 1% nieuwbouw en 2,5% renovatie 1x in de 40 jaar langs. Dat stapelt tot ongeveer die € 150 miljoen per jaar. Onze ontwikkelafdeling is ook op deze manier georganiseerd. In de financiële ratio's komen we ook qua continuïteit goed uit.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Ik ben er trots op dat wij de mede veroorzaker zijn van het Sectorbeeld. Bij ons knelt alles eerder omdat we groot zijn en in grootstedelijk gebied zit en het financieel wat moeilijker hebben. Het aanwakkeren van het besef dat wat we nu doen we niet oneindig vol kunnen houden. Wij verkopen al 20 jaar lang elk jaar 200 woningen meer dan dat we toevoegen. Daarmee dek je al 20 jaar lang een gat van € 30 miljoen. Niemand heeft het door want in die elf steden waar wij zitten, verdwijnen 18 woningen per stad en dat valt niemand op. Dat geeft wel wat aan. Wij hebben heel lang gezegd dat we onze financiële ruimte gebruiken om onze maatschappelijke ambities in te vullen. Ik denk dat het doorgeslagen is van wij gaan het randje zitten van het financieel mogelijke onder het mom van het maatschappelijke. Plus dat we hierin nooit rekening hebben gehouden dat de

verhuurderheffing van € 0 naar € 50 miljoen zou stijgen. Onze boodschap is " We zijn op tijd en hoeven niet in paniek te raken" maar dit is niet duurzaam. We moeten nu een ontwikkeling in zetten waarbij de inkomsten en uitgaven meer in balans moeten komen. Onze MJB is rond gerekend maar voldoet niet aan onze eigen ambities. Het aantal renovaties halen we niet en in onze duurzaamheidsambitie raken we elk jaar achterop. Er zit ook onvoldoende nieuwbouw in om aan de vraag te voldoen. Als we deze ambities wel invullen gaat onze financiële continuïteit onderuit.

SP1: *Dus in jullie huidige MJB gaan jullie er niet vanuit dat in 2050 de voorraad energie neutraal is?*

SP2: Nee dat halen we niet want daar hebben we onvoldoende geld voor. Dan is wel de vraag wat kunnen we dan wel? Wij gaan niet voor alles nul-op-de-meter naar optimaal. Hierbij is het scenario dat we veel meer naar natuurlijke momenten zoeken en efficiënte installaties. Het lastige is dat het ons harder raakt dan de collega corporaties die in dezelfde steden actief zijn. Zij hebben minder problemen om de ambities te verwezenlijken doordat zij wellicht in het verleden betere financiële keuzes hebben gemaakt. Dit maakt bijvoorbeeld het gesprek met gemeenten meteen lastiger omdat zij niet hetzelfde tegengeluid geven.

Wij dragen zowel intern als extern uit dat we voor de ambities blijven gaan maar de omstandigheden zijn wel zo dat we dat verstandig doen. Dat betekent voor de lokale overheid en de landelijke overheid dat zij ons niet onnodig op kosten jagen en verhoog de belastingen niet. Dan doen wij er alles aan om de ambities waar te maken maar dan moet je wel beseffen dat het er niet makkelijker op wordt.

SP1: *Na de realisatie van een project (het nemen van de eenmalige onrendabele top) hebben complexen een goed rendement. Hoe gaan jullie hiermee om?*

SP2: Bij de beoordeling van de projecten kijken we ook naar het directe rendement. Dit is het 3^e toetsingsinstrument dat we toegevoegd hebben.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: De extra belastingdruk en het veranderende politieke speelveld zie ik als risico. Wij zijn zo groot en op een bepaalde manier georganiseerd dat ik me ook afvraag of we het allemaal wel overzien. Dat de politiek of een bestuurder zegt dat we elk jaar duizend woningen bouwen, vind ik vanuit hun overtuigingen logisch. Alleen gaat men hierbij aan voorbij dat er ook plek moet zijn om te bouwen en dat het allemaal financieel moet passen. Het lijkt op een soort blanco cheque voor de ambities. De wispelturige politiek vind ik hier echt een risico.

Nog een risico vind ik dat alles wat we doen op woning- of op projectniveau heeft nauwelijks invloed op bedrijfsniveau. Het bedrijfsniveau is wel het resultaat van alles wat we doen in de projecten. Hoe je hier nou het overzicht van houdt en aan elkaar linkt is de grootste uitdaging. Iedereen wil graag en doet zijn best maar of dit ook lukt vraag ik me af.

Verslag interview P. Tazelaar, Vestia

Respondent : P. Tazelaar (SP2)
Werkzaam bij : Vestia
Functie : Manager Strategie, beleid en communicatie
Interviewer : Dennis Pronk (SP1)
Datum : 18 juli 2019
Locatie : Watermanweg 50

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: Wij hebben het eigenlijk alleen voor nieuwbouw gedaan. We hebben een WACC bepaald door een rendement op eigen- en vreemd vermogen op bedrijfsniveau. Voor het rendement op eigen vermogen hebben we naar de financiële prognose gekeken. De redenatie was toen dat de ontwikkeling van het eigen vermogen en het rendement wat daar dan besloten zit daarvan veronderstellen we dat dat gelijk is aan de rendementseis. Deze ontwikkeling moeten we ook echt maken als bedrijf. Eigenlijk moeten we zelfs meer rendement maken. De ontwikkeling van het eigen vermogen is afgezet t.o.v. het totale vermogen op marktwaarde. Zo hebben we de WACC afgeleid. Daar valt heel veel over te zeggen. Daar kwam dus een WACC uit van 4% en dat is de rendementseis op het DAEB-bezit nieuwbouw. Voor niet DAEB-nieuwbouw moet deze marktconform zijn. Marktconform is in dit geval een rendementseis die gelijk is aan de disconteringsvoet waarmee die taxatie wordt bepaald. We hebben dit ook getoetst en alhoewel het krap was, was dat haalbaar. Toen hebben we dus ook gezegd dat die 4%, ook al is die hoog en ligt dit hoger dan bij andere corporaties, de eis is. Het rendement op eigen- en vreemd vermogen is bepaald op de verhouding van marktwaarde en de rendementsberekening zelf is ook gebaseerd op een marktwaardeberekening. Daar bedoel ik mee dat het rendement is berekend d.m.v. 15 jaar beleidskasstromen. De taxateur heeft ook naar al onze modellen laten kijken en gevraagd wat voor marktwaarde hoort hier nu bij? Die hebben we dus ook betrokken in de rendementsberekening. We hebben ook de exit yield gebruikt die uit de marktwaardeberekening kwam.

Wat ik een manco vind aan de WACC is dat het geen verschil maakt in het risicoprofiel van verschillende projecten. Het slaat natuurlijk nergens dat we voor elk project 4% vragen ongeacht waar deze gebouwd wordt. Dit slaat natuurlijk nergens op. Ook zit er een soort kip ei verhaal in want het investeringsprogramma in de financiële prognose zit verwerkt in die WACC. Kortom de manier waarop wij de WACC hebben berekend en hebben bepaald heeft zo zijn tekortkomingen en er valt te veel op aan te merken. Voor renovaties zijn we op dit moment een rendementseis aan het bepalen. Op dit moment geldt hiervoor nog dat gemiddeld 2/3 van de investering rendabel moet zijn op bedrijfswaarde. Dat wordt op individueel projectniveau getoetst maar daar mogen we van afwijken zolang we met alle projecten die 2/3 halen. Dat is natuurlijk harstikke verouderd omdat de bedrijfswaarde niet meer toegepast wordt vanuit de Aw/WSW. Maar dit passen we nog toe omdat we niets nieuws hebben.

SP1: *Hebben jullie een strategische positie voor ogen wat betreft jullie eigen vermogenspositie positie?*

SP2: Ja dat hebben we en moeten we ook van onze toezichthouders omdat we streven naar financieel herstel. Voor ons geldt dus dat de maximaal toegestane ratio's die de toezichthouders toelaten ons streven is.

***SP1:** Over het algemeen hebben de corporaties een WACC als rendementseis. Het rendement op eigen vermogen is voor een corporatie vrij lastig te bepalen. Hoe doen jullie dat?*

SP2: Het rendement op vreemd vermogen is bij ons bizar hoog namelijk 4% wat komt door de schuldpositie die Vestia heeft. Voor eigen vermogen is deze inderdaad lastig te bepalen. Wij hebben verondersteld dat het rendement op eigen vermogen gelijk is aan het rendement op vreemd vermogen. Hier valt van alles over te zeggen maar bottom line is onze rendementseis voor DAEB-nieuwbouw 4% en voor niet DAEB is deze marktconform. Formeel geldt voor ons nog steeds dat 2/3 van de investering rendabel moet zijn op de bedrijfswaarde. Eerst toetsen we dit op projectniveau en hier mogen we van afwijken zolang die 2/3 op de totale investeringsportefeuille gehaald wordt. Dit geldt voor nieuwbouw en renovatie. Dit is een beetje raar aangezien de bedrijfswaarde is afgeschaft maar bij aan gebrek aan beter is dit het nog voor ons.

***SP1:** Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Ja dat moeten we wel want we kunnen het op deze manier niet handhaven. We kunnen wel halsstarrig vast blijven houden aan de rendementseis maar dan voeren we niets meer uit. Maar wat is dan wel redelijk?

***SP1:** Maar hoe waarborg je dan de financiële continuïteit?*

SP2: Door jaarlijks het meerjaren investeringsprogramma te actualiseren en dan kijken of het nog past binnen de ratio's. Past dit niet dan moet er nog eens kritisch naar de projecten gekeken worden. Of minder projecten of rendabelere projecten. Wij zien in ons verbeterplan dat we te veel investeren en dat we de onrendabele toppen niet uit de operationele kasstroom kunnen bekostigen wat de essentie van het duurzaam verdienmodel is. Het investeringsprogramma is wat er minimaal noodzakelijk is en vanuit de sector moet er eigenlijk geld bij. Een normale corporatie zou zeggen dan moet het wat minder. Dat is de discussie die we nu moeten gaan voeren. Bij Vestia is het toch allemaal net even anders. In 2014 is de aangepaste strategie vastgesteld en daarbij is gezegd dat we stoppen met verkopen omdat het te duur is om leningen af te lossen. Als gevolg hiervan moeten we wel investeren in ons bezit want anders gaat de waarde achteruit. Toen heeft men bepaald dat we jaarlijks een investeringsniveau moeten hebben van € 150 miljoen. Dit is vooral gebaseerd op de financiële ruimte. De praktijk leert ons dat wanneer je een dermate grote investeringsportefeuille hebt je een veelvoud aan projecten in de

pijplijn moeten hebben. Dat hebben we dus niet waardoor we deze ambitie nog steeds niet halen. We moeten beter het gesprek gaan voeren of de ambitie per complex wel klopt en wat daarvan de financiële gevolgen zijn.

SP1: *In 2014 werd er ingeschat dat er jaarlijks € 150 miljoen geïnvesteerd moest worden om de waarde van het bezit te behouden. Ik kan concluderen dat jullie investeringen achterblijven bij wat begroot is. Desondanks is jullie vastgoed flink in waarde gestegen. Is het voor jullie geen optie om minder te investeren?*

SP2: Als je kijkt naar de markt zou je dat best kunnen overwegen. Aan de andere kant als je gaat knippen in je onderhoud en investeringen ga je de rekening een keer gepresenteerd krijgen. Dit is een sluipend iets waardoor je dit best een tijdje ongestraft zou kunnen doen. Dat heeft Vestia dan ook gedaan want vergeleken met andere corporaties zitten we in de benchmark al laag. Dit moet je verantwoord doen zonder te veel door te slaan naar een kant.

SP1: *Hebben jullie nog overwogen om anti-cyclus te investeren nu de prijzen zo hoog zijn?*

SP2: Nee dat is bij ons niet aan de orde geweest. Wij hebben al problemen om die pijplijn te vullen met projecten.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: niet dus. Voor mij blijft de marktwaarde de basis. De discussie over deze 2 waardebegrippen is en blijft gecompliceerd.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: Nee de beleidswaarde is door de Aw en WSW in het leven geroepen om de financiële positie van een corporaties te beoordelen. Maar niet om iets van een project te vinden. Daar is het ook echt ongeschikt voor in mijn beleving. Het is een onding omdat de beleidswaarde wordt afgeleid met een hele hoop veronderstellingen. Ook als het gaat om de ontwikkeling van de beleidswaarde worden nu allemaal belachelijke veronderstellingen gebruikt als dat is inflatie plus 1%.

SP1: *Je zou de beleidswaarde kunnen gebruiken om het effect van dat ene project op de ratio's inzichtelijk te maken.*

SP2: Ik vind dat je dat niet op projectniveau moet doen maar juist dat effect inzichtelijk te maken van het hele investeringsprogramma. Als je vindt dat de ontwikkeling van de ratio's gezien de financiële doelstellingen, met het huidige investeringsprogramma onvoldoende is, moet je naar het volledige investeringsprogramma kijken.

Dan ga je kijken aan welke knoppen je moet draaien. Naar mijn mening kan je dit gesprek niet voeren op projectniveau. Of een rendement dan wel het juiste criteria is, weet ik ook niet maar voor mij is de beleidswaarde het zeker niet.

SP1: *Door de lage rendementen is een toets op alleen een rendementseis niet meer voldoende. Een beoordeling op de financiële ratio's LTV en ICR kan bijdrage aan een verantwoorde investeringsbeslissing. Echter heeft een enkel project niet echt invloed op deze financiële ratio's (zeker niet bij grote corporaties). Hoe kijk jij aan tegen het toetsen van investeringen op financiële ratio's?*

SP2: Het lijkt me wel wat alleen weet ik nog niet hoe. Er is wat voor te zeggen om op kasstromen te sturen. Echter vind ik de keerzijde van dat verhaal weer dat het waarde aspect buiten beschouwing gelaten wordt. Of dat erg is weet ik niet.

SP1: *Corporaties rekenen investeringsinitiatieven door in de MJB. Hierbij maken zij een inschatting van de stichtingskosten. Wanneer de uiteindelijke stichtingskosten passen binnen deze geraamde kosten zou het project een Go kunnen krijgen. Gezien de huidige ontwikkeling van de bouwkosten zien we dat deze kosten vaak hoger zijn dan geraamd. Houden jullie voldoende rekening met deze ontwikkeling? Rekenen jullie de prijsstijging door in de toekomstige projecten in de MJIB?*

SP2: Onze horizon is 10 jaar waarbij de komende 2 jaar prijs vast zijn en daarna werken we kengetallen. Jaarlijks indexeren we de begroting met de indexatie waarvan wij vinden dat deze marktconform is. In een oplopende markt loop je iets achter de feiten aan.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft de Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Zeker omdat met name de ATAD er bij ons enorm inhakt. Om het in perspectief te plaatsen is onze operationele kasstroom € 90 miljoen en hiervan moeten wij € 40 miljoen aan ATAD en VPB afdragen. Stel dat dit wat minder wordt betekent dat je operationele kasstroom meer wordt en meer kan doen.

SP1: *Gaan jullie de duurzaamheidsambitie om in 2050 energie-neutraal te zijn, halen en is dit in de huidige MJB ingerekend?*

SP2: Nee wij gaan voor energielabel B voor bestaand bezit. Bij nieuwbouw voldoet het sowieso door de regelgeving. Maar wij gaan energie-neutraal niet halen. We doen zoveel we kunnen.

SP1: *Na de realisatie van een project (het nemen van de eenmalige onrendabele top) hebben complexen een goed rendement. Hoe gaan jullie hiermee om?*

SP2: We doen het nog niet maar we willen hier wel naar gaan kijken. Het eerlijke verhaal bij sloop nieuwbouw is toch wel als je de inbrengwaarde van het te slopen pand meerekent het zonder bak aan subsidies super onrendabel is. Dit geeft toch altijd wel een vertroebeld beeld.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: De regulering van middenhuur is wel een bedreiging voor ons. Wij als Vestia zijn een van de grootste verhuurders in het land als het gaat om middenhuur. Wij hebben 14.000 woningen in dit segment welke nu voor een groot deel nog verhuurd worden in onder de liberalisatiegrens. Ongeveer de helft van deze woningen heeft een potentiële markthuur van boven € 950 huur. In onze financiële prognoses hebben wij rekening gehouden dat deze woningen naar de markthuur opgetrokken worden zodra deze muteren. Wanneer de behoefte aan dit soort woningen minder wordt door de reguleringsdrift voorzien wij een groot risico op leegstand. Ik vind dit lastig te verteren want als je het vrije sector noemt laat de markt dan ook regeren en verder geen gelul. De politiek heeft de afgelopen jaren ook echt zijn ogen gesloten want de experts riepen 20 jaar geleden al dat de middenhuur een probleem zou worden. Nu worden ze allemaal wakker.

Aanvullende vragen n.a.v. het Ortec onderzoek

SP1: *Is het financiële beoordelingskader van Ortec ook toe te passen binnen de corporatie waar jij werkt? Denk hierbij aan de ambitie, opgave en volume van de club.*

SP2: Nee dat vind ik niet. Ik zie wel in dat we bij het beoordelen van investeringen niet naar maar één parameter of rendementseis moeten kijken. Alleen blijf ik van mening dat het op projectniveau beoordelen op ratio's weinig zin heeft omdat wij veel te groot zijn. Tuurlijk heeft een enkel project wel effect op het eigen vermogen en op de ratio's alleen vind ik het niet zinvol om dit per project te bekijken. We hebben dit wel eens gedaan en dan zie je dat een project een effect heeft op de ICR van tig cijfers achter de komma. Wat moet je hier dan vervolgens van vinden? Wat ik een betere insteek vind is om elk jaar het investeringsprogramma op te werken. Dit programma reken je door in je financiële prognose en kijkt vervolgens naar het effect op de ratio's. Van daaruit krijg je een discussie of je door de financiële gevolgen dit een verantwoord investeringsprogramma vindt. Maar deze discussie is veel meer op bedrijfsniveau dan op projectniveau. Het is dan wel interessant wanneer je nu ziet dat de stichtingskosten op projectniveau structureel hoger zijn dan van tevoren ingerekend, te effectueren over de projecten die de komende jaren in het investeringsprogramma staan. Dan kan je kijken hoe de ratio's zich ontwikkelen en moet eventueel de investeringsambitie bijgesteld worden wanneer dit niet meer past. De discussie over hoge bouwkosten en duurzaamheid wordt daarmee, en dat is alleen maar goed, hoog over

gevoerd en niet op projectniveau. Op projectniveau moet je nog steeds beoordelingen doen want wat neem ik op in de meerjarenprognose en wat vind ik daar dan van? Dan kom je al snel tot vraagstukken: Wat vind ik nu redelijke stichtingskosten die bij renovatie en nieuwbouw horen? Dit kan als een soort referentiekader gelden en vervolgens moet je ook wat vinden over de huurstijging na ingreep. Wat betekent dit voor de kostenontwikkeling en ook wat betekent dit voor de onrendabele top? Op basis van referentiecijfers kan je ook iets zeggen over de onrendabele top die daarbij hoort en wat is het rendement (IRR) die daarbij hoort. Ik ben ook voor om voor dat soort referenties een NAR te berekenen en hier een beeld van te vormen en wat vind ik redelijk. Wanneer ik denk aan het beoordelen van een project zie ik meer in zo'n referentiekader dan het beoordelen op ratio's. Van tevoren heb je nagedacht wat je redelijkerwijs normale stichtingskosten vindt met de daarbij behorende IRR. Wanneer dit afwijkt moet je met elkaar bespreken wat er aan de hand is en is de ingreep die we voor ogen hadden wel de juiste. Hier zit dus ook echt wat procesmatig in. Argumenten alleen als dat het vanuit volkshuisvestelijk belang moet, is mijn ogen te mager. Anderzijds moet je er ook niet zo zwart/wit in zitten dat de rendementseis heilig is want dat werkt ook niet. Maar hier een goede balans in vinden, lijkt mij het beste. Hoe dit dan vervolgens precies moet weet ik ook niet precies.

SP1: *Betekent dit dan dat je alle projecten die rendementseis niet halen toch uitvoert? Als je er aan het eind van het jaar achter komt dat je 20 projecten hebt uitgevoerd die allemaal de rendementseis niet hebben gehaald, ben je dan niet te laat met het één keer per jaar actualiseren van het meerjarig investeringsprogramma?*

SP2: begrijp me niet verkeerd want ik vind absoluut dat er een financiële beoordeling op projectniveau moet plaatsvinden. Ik vind alleen dat het accent van de discussie te veel ligt op dat individuele projectniveau. Ik vind dat in die discussie te weinig wordt belicht dat de essentie van wat dat betekent voor je financiële positie vooral ligt op bedrijfsniveau en dat je daarover veel meer het gesprek moet voeren. Kijk onder het investeringsprogramma liggen de individuele projecten dus hier zeg je automatisch iets over.

SP1: *Welke ratio's werken wel en welke ook vooral niet?*

SP2: Op zich is het invoeren van een NAR helemaal geen gekke gedachten alleen wat voor norm moeten we hier dan voor hanteren. We hebben helemaal geen referentiekader over wat dan een normale NAR zou moeten zijn.

SP1: *Heb je verder nog wat aan te merken op het beoordelingskader?*

SP2: Nee

Verslag interview J. de Ruiter, Parteon

Respondent : J. de Ruiter (SP2)
Werkzaam bij : Vestia
Functie : Directeur Financiën & Bedrijfsondersteuning
Interviewer : Dennis Pronk (SP1)
Datum : 17 juli 2019
Locatie : Telefonisch interview

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: Wij hanteren een IRR op marktwaarde en een IRR op beleidswaarde. In 2013 zijn wij al overgegaan naar de marktwaarde en daarvoor zaten we op bedrijfswaarde. Het commerciële rendement denken is begonnen bij de invoering van de marktwaarde. We hebben ook overwogen om een BAR te hanteren omdat dat wat simpeler rekenen is. Zo'n IRR-berekening wordt toch al snel ingewikkeld voor een uitvoerende afdeling. Met een BAR kan je moeilijk scenario's vergelijken. Het voordeel van de IRR vind ik dat het te vertalen is naar een BAR of een ICR. Het is goed om met meerdere brillen naar de investeringsvoorstellen te kijken. Niet te veel want dan wordt het weer ingewikkeld. Het is goed om er vanuit verschillende invalshoeken naar te kijken want ook een IRR is geen absolute wetenschap. De IRR is afhankelijk van de aannames die je doet in je kasstromen. Wanneer je aan de parameters gaat draaien heb je zo een procent meer of minder wat gevaarlijk is. Conservatief rekenen betekent dat er nauwelijks projecten uitgevoerd worden en te optimistisch rekenen betekent weer meer risico. Je zoekt scherpste want het moet een norm zijn die haalbaar is met plausibele onderliggende aannames qua beleidskasstromen. Je moet op verschillende manieren kijken naar rendementen. Wat een optie is om te kijken naar de leegwaarde en het direct rendement als nevenkengetal. Een direct rendement zegt iets over een ICR en als die positief is, kan dat weer een bijdrage leveren aan de portefeuilledoelstelling.

SP1: *Hebben jullie een strategische positie voor ogen wat betreft jullie eigen vermogenspositie positie?*

SP2: Nee wij hebben niet een aparte doelstelling wat betreft vermogen. Op portefeuilleniveau sturen we op de kengetallen van de toezichthouders. We hebben wel een afgeleide interne norm bepaald voor wat betreft LTV, ICR en solvabiliteit. Die afgeleide komt uit een scenarioanalyse die we hebben uitgevoerd over onze gehele portefeuille. We hebben gekeken wat voor buffer hebben we nodig als zich een bepaald scenario voordoet en die buffer is een interne indicator. Wij willen zeker weten dat wij vanuit onze eigen vermogenspositie bepaalde scenario's die wel waarschijnlijk zijn, op kunnen vangen. Deze interne normen zijn strenger dan de normen die de Aw en WSW hanteren. De externe norm voor bijvoorbeeld de LTV is maximaal 75%. Onze interne norm is 65% wat betekent dat zodra deze 65% is bereikt we op moeten letten omdat we dan risico lopen. Wij hebben dus geen strategische ambitie dat ons totale vermogen met meer dan inflatie moet stijgen, of een bepaald bedrag moet zijn en dat hoeft je volgens mij ook niet als corporatie zijnde.

SP1: *Over het algemeen hebben de corporaties een WACC als rendementseis. Het rendement op eigen vermogen is voor een corporatie vrij lastig te bepalen. Hoe doen jullie dat?*

SP2: Wij hebben als rendement op eigen vermogen gekozen voor inflatie volgend. Het voordeel van nu is dat de huidige langlopende rente ook ongeveer op 2% staat. Het is makkelijk uit te leggen aan anderen dat we 2% rendement moeten halen omdat we de rente moeten kunnen betalen. Het uitleggen waarom het moet meegroeien met inflatie is alweer een stuk ingewikkelder.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Nee dat doen we niet. Wij proberen om de bouwkosten naar beneden te brengen door kleinere woningen te bouwen en door fabriekswoningen te ontwikkelen. Het grappige is dat voor ons geldt dat een kleinere woning dezelfde huur oplevert dan een grotere woning. Daarnaast kijken we kritisch naar het onderhoud zodat ook naar beneden kan en we optimaliseren ons streefhuurbeleid. We zoeken dus de grenzen op in de parameters. We kijken ook niet alleen naar het project an sich maar proberen dit over de portefeuille te doen. Als we voor een project de streefhuur iets lager hebben bepaald kan dat gecompenseerd worden met een hogere streefhuur in een aangrenzend complex.

Ook kijken we naar de mogelijkheden om commercieel vastgoed toe te voegen aan de projecten en aan uitpondscenario's. Hiermee kunnen we in de huurinkomsten wat verder gaan en laat je je doorexplotatie voor een deel los om toch op het rendement uit te komen wat je wilt hebben.

SP1: *Hoe voorkom je dat dit dan een magische knop wordt waarmee projecten rond gerekend kunnen worden?*

SP2: Wij werken met normbedragen voor de desbetreffende parameters en wanneer hiervan afgeweken wordt, moet dit wel goed toegelicht worden. Hier hebben we dan discussie over.

SP1: *Hebben jullie nog overwogen om anti-cyclus te investeren nu de prijzen zo hoog zijn?*

SP2: In de praktijk is dat lastig want een project leg je niet zomaar stil en met het stilleggen zijn ook kosten gemoeid. We proberen een continu stroom van projecten te creëren.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: Wij werken in ons rekenmodel met een horizon van 50 jaar dus hebben wij niet zoveel last van die eindwaarde. Ook rekenen we groot onderhoud in het 30e jaar.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: Wij gebruiken zowel de beleids- als de marktwaarde. Eerst willen we weten of hetgeen we willen doen marktconform is en daar gebruiken we de IRR op marktwaarde voor. Wanneer dit het geval is, weet je in ieder geval dat het project commercieel gezien goed genoeg is. Vervolgens brengen we het naar het eigen niveau d.m.v. de beleidswaarde. Ik vind wel dat je beide mee moet nemen in de afweging omdat de beleidswaarde iets zegt over de daadwerkelijke kasstromen wat uiteindelijk weer iets zegt over de ontwikkeling van de ratio's op portefeuilleniveau.

SP1: *Door de lage rendementen is een toets op alleen een rendementseis niet meer voldoende. Een beoordeling op de financiële ratio's LTV en ICR kan bijdrage aan een verantwoorde investeringsbeslissing. Echter heeft een enkel project niet echt invloed op deze financiële ratio's (zeker niet bij grote corporaties). Hoe kijk jij aan tegen het toetsen van investeringen op financiële ratio's?*

SP2: Ik vind het goed om vanuit verschillende invalshoeken te kijken naar het rendement. Denk aan het direct rendement wat iets zegt over je ICR. Op projectniveau heb je gelijk en heeft het niet veel invloed maar als je ziet dat er een slecht direct rendement op een project weet je in ieder geval dat je er hier niet te veel van moet hebben. Hier moet je zeker wel kritisch op zijn want voordat je weet gaat de volkshuisvestelijke ambitie altijd voor de financiële ambitie.

SP1: *Hoe voorkom je dat door het toevoegen van meerdere toetsingscriteria het niet te ingewikkeld wordt?*

SP2: Die IRR-norm kan ik makkelijk ijken op een BAR, direct rendement en dus een ICR die daar uitkomen. We gebruiken het alleen voor onszelf om te kijken wat voegt dit project nu toe aan de bestaande portefeuille. Voor mijn bestaand bezit kan ik niet op een IRR sturen maar moet ik op direct rendement sturen. Hiermee kan ik projecten vergelijken met mijn bestaand bezit. We gebruiken het niet richting de ontwikkelaar. Die krijgt alleen de opdracht conform een IRR. Ik vind dat je de IRR moet kunnen vertalen naar je portefeuillierendement en ICR op portefeuilleniveau.

SP1: *Corporaties rekenen investeringsinitiatieven door in de MJB. Hierbij maken zij een inschatting van de stichtingskosten. Wanneer de uiteindelijke stichtingskosten passen binnen deze geraamde kosten zou het project een Go kunnen krijgen. Gezien de huidige ontwikkeling van de bouwkosten zien we dat deze kosten vaak hoger zijn dan geraamd. Houden jullie voldoende rekening met deze ontwikkeling? Rekenen jullie de prijsstijging door in de toekomstige projecten in de MJIB?*

SP2: Onze horizon is 10 jaar waarbij de komende 2 jaar prijs vast zijn en daarna werken we kengetallen. Jaarlijks indexerende we de begroting met de indexatie waarvan wij vinden dat deze marktconform is. In een oplopende markt loop je iets achter de feiten aan.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Wij delen dat beeld wel. Op dit moment passen de ambities in onze begroting zonder dat de continuïteit in het gevaar komt. Echter zitten hier wel een aantal afhankelijkheden in. Een daarvan is dat de rente laag blijft. Een andere is dat de bouwkosten niet veel verder moeten stijgen want dat is wel een blok aan het been aan het worden. Wanneer we de voorraad stabiliseert, past het allemaal nog wel maar de gemeente heeft ons gevraagd of we niet meer willen bouwen. Op dit moment kijken we hier ook naar maar dan zie je dat de ratio's weer kruipen naar het maximale toelaatbare. Het lijkt er dus op dat we moeten kiezen tussen de korte termijn of de lange termijn waarbij stakeholders zich vooral richten op de korte termijn. Het is, mede door overheidsbeleid, lastig om een lange termijnvisie in stand te houden in de praktijk.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: Op dit moment staat de rente laag en voor ons is dat de motor waarop we ambities waar denken te maken. Wij kunnen gewoon goedkoop lenen tegen 2% rente. Wanneer de rente stijgt naar 4% wordt dit een ander verhaal en moeten wij onze ambities bijstellen. Wij vragen onszelf af wat nu de meest ideale schuldenpositie is. De toezichthouders hanteren een maximale LTV van 75% hiervan is maar de vraag of dit ook een gewenst percentage is. Ook vraag ik me af of we ons nu kortlopend of langlopend moeten financieren. Voor een langlopende lening betalen we nu 2% maar wellicht blijft de rente nog een tijd laag en is het interessanter om voor kortlopende te gaan. Wat uiteraard risico's met zich meebrengt.

Belangrijk is ook wel het veranderlijke politieke landschap. Vooral doelend op de heffingen waarvan wij nog steeds hopen dat de heffingen minder worden want dat gaat ten koste van het investeringsvolume.

Aanvullende vragen n.a.v. het Ortec onderzoek

SP1: *Is het financiële beoordelingskader van Ortec ook toe te passen binnen de corporatie waar jij werkt? Denk hierbij aan de ambitie, opgave en volume van de club.*

SP2: Ja op zich wel als ik hem even aanvlieg vanuit versimpelen dan vind ik het te veel parameters en wordt het niet meer onderschrijdend. Dat vind ik het lastige van te veel parameters. Het voordeel daarbij is wel dat je

ruimte inbouwt. Een project valt wat tegen maar de leegwaarderatio is goed dus we doen het maar wel. Hoe meer parameters ik kies hoe minder onderscheidend maar hoe weer bandbreedte je ook hebt om af te wijken als het ergens knelt. Ik denk dat IRR-markt en IRR-beleid wel de basis zou moeten zijn omdat je daarmee het best scenario's mee kunt vergelijken. Wanneer je een scenario van sloop/nieuwbouw wilt vergelijken met een renovatie scenario dan is het heel lastig om de onrendabele toppen met elkaar te vergelijken want dat zegt niet zoveel en er is geen norm voor. Of een beleidswaarderatio. Hoe ga je het onrendabel op marktwaarde beoordelen. Zeg je dan ik wil niet meer dan x per woning? Een normenkader voor dat soort kengetallen is ook lastig. Voor een IRR is dat wat makkelijker daar zeg je ik heb een markt IRR dus ik wil een marktrendement halen die rendementen kennen we wel ongeveer uit onze taxaties. En een IRR-beleid is gewoon het duurzaam businessmodel dus ik wil minstens 2% rendement halen waardoor ik mijn langlopende rente kan betalen. Deze vind ik dan ook het uitgangspunt en de leegwaarderatio kan als een soort spiegeltje ernaast fungeren om te kijken hoe het zit. Aan de andere kant vraag ik me wel af wat doe je als de IRR slecht is en de leegwaarderatio goed. Wat doet dan met je besluitvorming? Met onrendabels kan ik helemaal niet zoveel mee want dat zijn absolute getallen en hoe normeer je die? Een beleidswaarderatio wordt heel erg beïnvloed door de afslagen die je hebt tussen marktwaarde en beleidswaarde. Die afslagen zitten heel erg in beleidskeuzes zoals huurbeleid. Dat zit ook in de IRR dus dat zegt me dan ook eigenlijk ook niet zoveel. Wanneer je de ICR gaat berekenen vanuit de NAR moet je ook weten hoeveel je van de investering gaat lenen. Dan moet je een aanname doen van je exploitatiesaldo t.o.v. je rentelasten van die investering. Hoe groot deel van die investering ga ik lenen. Daar zitten dus een aantal aannames achter. Hierbij is het heel afhankelijk hoe je leningportefeuille eruitziet. Wanneer je veel moet lenen omdat je als corporatie veel ambities hebt, zal je zien dat je ICR slecht scoort. Het is dan niet zo dat je een project niet alleen op zijn eigen risico's en/of rendement toetst maar ook wat het doet moet je leningportefeuille. Dus als je veel projecten hebt, moet je veel lenen en staat je ICR onder druk. Wanneer je weinig projecten hebt, hoeft je weinig te lenen en kom je altijd uit met je ICR. Mag je je projectkeuze af laten hangen van je ambities? Je komt dus snel in dit soort discussies.

SP1: *En denk je dat de effecten van een individueel project bij corporatie met een investeringsvolume van +€ 100 miljoen op de ratio's zichtbaar zijn?*

SP2: Nee die kunnen dit ook niet toetsen op projectniveau. Dit moet gebeuren op portefeuilleniveau en de meerjarenbegroting. Het sturen op de ratio's gebeurt op portefeuilleniveau. Het is de kunst om continu te schakelen tussen project- en portefeuilleniveau. Portefeuille sturing zegt meer iets over je ambities versus je financiële polsstok en projectsturing zegt meer over de scenario's die je daarin financieel kiest.

SP1: *Welke ratio's werken wel en welke ook vooral niet?*

SP2: Als ik hem afpel, doe je de LTV en de ICR-toets op portefeuilleniveau op MJB. Ik vind zelf ORT's niet zoveel zeggen. IRR-markt en beleid zijn beoordelingscriteria. Marktpotentie en leegwaarderatio als signalering maar in wezen zit deze al in de IRR-markt verdisconteert. De NAR zit ook al in de IRR en zegt op portefeuilleniveau ook

niet zoveel over je kasstromen. Wanneer ik 2 projecten met elkaar wil vergelijken, wil ik eigenlijk als een belegger denken dus dan kies ik alleen degene met de hoogste opbrengst. De hoogste opbrengst is dan de hoogste IRR. Die kan ik op markt en op beleid berekenen en dat is modelmatig wel handig want dat is een kwestie van je markthuren vervangen door beleidshuren. Qua model is het goed te doen en je kan er makkelijk een norm aan hangen. Dit zorgt ervoor dat ik makkelijk projecten met elkaar kan vergelijken. Wanneer je over een portefeuille kijkt dan toets je de ICR en de LTV

SP1: *Heb je verder nog wat aan te merken op het beoordelingskader?*

SP2: Voor ieder toetsingscriteria die je toevoegt moet je ook weer uitrekenen en een norm voor bedenken. Een aantal van de voorgestelde ratio's zouden best kunnen dienen als signaleringsfunctie. Voor mij blijft de IRR-markt en de IRR-beleid toch echt het uitgangspunt.

Verslag interview T. Verhagen, R. Boer en G. Grevelink, Eigen Haard

Respondent : Tristan Verhagen (**SP2**), Directeur Finance & Control
Robert Boer (**SP3**), Senior Projectcontroller
Gerard Grevelink (**SP4**), Senior Projectcontroller
Werkzaam bij : Eigen Haard
Interviewer : Dennis Pronk (**SP1**)
Datum : 4 september 2019
Locatie : Arlandaweg 88, Amsterdam (kantoor Eigen Haard)

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: Naast dat wij een “insight out -” en een “outsight in event” hebben zijn de financiële uitgangspunten van de kaderbrief de aftrap van de begroting. Daarin wordt ook ons rendementsbeleid in geactualiseerd en doen we ook uitspraken over nieuwbouw en renovatie. We hebben dit gedifferentieerd naar types vastgoedeenheden zoals sociale huur, middensegment en eventuele koopwoningen en verdere differentiatie en verdeeld naar type eengezinswoning, appartementen en eventuele verdere differentiatie op basis van oppervlakte. We hebben een norm stichtingskosten, norm huren en norm marktwaarde verhuurde staat en een norm leegwaarde die we allemaal hanteren bij de beoordeling van investeringsbesluiten.

Daarnaast hebben we rendementsdoelstelling op de totale portefeuille waar de rendementsdoelstellingen op projectniveau van afgeleid worden welke gehanteerd worden voor de investeringsbesluiten. Op portefeuilleniveau hebben we de rendementseis berekend op basis van de WACC. Deze is op het in standhouden van het eigen vermogen gericht. Hier zat voor ons een dilemma in want over welk eigen vermogen hebben we het dan? Is dat het vermogen o.b.v. marktwaarde of het eigen vermogen van beleidswaarde? Als je dat dit jaar uitspreekt dat één van de doelstellingen is het in standhouden van het eigen vermogen. Is dat dan over alle type conjecturen heen? Is dat in een hoog conjectuur dan voldoe je er bijna automatisch aan vanwege de waardestijging van vastgoed. Is dat in een laag conjectuur kan je er in principe niet aal voldoen omdat de marktwaarde zo snel daalt dat je automatisch een laag eigen vermogen hebt. Ander dilemma is dat Eigen Haard geen verkoopbeleid heeft. Dat kent een strategisch achtergrond wat te maken heeft met de leefbaarheid in de wijken. Wij willen op alle plekken in de stad zitten met overal een goede mix tussen sociale huur, middensegment en koop. Wij gaan niet in het centrum van Amsterdam sociale woningen verkopen om in de buitenring van Amsterdam meer woningen terug te bouwen. Als je niet verkoopt rijst ook de vraag of die rendementsdoelstelling alleen geldt voor het totale rendement of geldt die alleen voor het direct rendement. Het indirect rendement realiseren we namelijk niet. Tegen deze vraagstukken zijn we tegenaan gelopen bij het actualiseren. Dat heeft ertoe geleid dat we een intern bedrijfsbreed project starten om te bekijken hoe we dat bedrijfsbreed kunnen doen. Hierbij worden we ondersteund door Finance Ideas. De onderzoeksvraag hierbij is dan ook " Hoe kunnen wij op een goede manier investeringsbesluiten nemen en beoordelen vanuit de wetenschap dat die investeringen bijdragen aan het in standhouden van het eigen vermogen?" Oftewel hoe

borgen we dat we op de lange termijn een duurzaam bedrijfsmodel hebben? De doelstelling van de WACC is om een doorvertaling te maken naar een rendementseis voor de beoordeling van projectbesluiten.

SP4: Wij hebben een eigen exploitatiemodel los van marktwaarde of beleidswaarde, om rendementen te berekenen en investeringen te kunnen beoordelen. Voor nieuwbouw hanteren wij een 50-jarig model met onze eigen normen voor onderhoud en beheer. We houden geen rekening met de marktwaarde in dit model maar wel zit er een restwaarde in. De restwaarde is gebaseerd op een aanname dat de investering op een bepaalde manier groeit naar een eindwaarde. Wij nemen de marktwaarde niet omdat wij een lange horizon hebben. Het model lijkt eigenlijk heel erg op het bedrijfswaarde-model van vroeger. Hoeveel kasstromen genereert de nieuwbouwwoning en wat blijft eronder aan de streep per jaar over plus de restwaarde en de investering bepaalt het verwachte rendement. Het is een vrij zuivere berekening van hoe het vastgoed gaat renderen.

SP2: Wij hebben hiervoor gekozen omdat een 50-jarig exploitatiemodel met eigen beleidskasstromen plus een restwaarde voor ons een realistischer beeld geeft dan een 15-jarig exploitatiemodel met een arbitraire eindwaarde.

SP3: In het 50-jarig model heeft de eindwaarde ook een veel kleinere invloed dan in een 15-jarig model.

SP4: De doorvertaling van de WACC-rendementseis naar een rendementseis hebben we gedifferentieerd naar type vhe's, DAEB en niet DAEB en naar oppervlaktecategorieën. Het verschil in oppervlaktecategorieën doen we omdat naarmate de woningen groter worden, stijgen de stichtingskosten maar de huren niet meer in verhouding staan tot de stichtingskosten. Wanneer we dat niet zouden doen, is het gevolg dat we altijd kleine woningen bouwen en dan voldoen we altijd aan de rendementseis. Hier hebben wij een andere keuze in gemaakt door een rendementseis per categorie te bepalen om te zorgen dat we altijd een mix aan verschillende woningen kunnen bouwen.

SP2: Wij zeggen eigenlijk voor de instandhouding van het eigen vermogen moeten we op portefeuilleniveau een x rendement halen en vervolgens moeten we dat verdelen naar de verschillende types vastgoed.

SP3: En de ene keer accepteren we dat het rendement iets lager is maar dat moet dan wel ergens anders gecompenseerd worden. Wat we nog als randvoorwaarden hebben meegegeven aan de ontwikkelaars is dat bij sociale huurwoningen we niet willen dat er meer geïnvesteerd wordt dan de leegwaarde wat in deze markt makkelijk te halen is. Bij commercieel vastgoed is dat niet meer dan marktwaarde in verhuurde staat. In de mindere periodes zag je dat dit knelde maar in deze markt is dat geen issue. Eigenlijk is dit een marktconformiteitstoets.

SP1: Bij de WACC is het rendement op eigen vermogen op verschillende manieren te bepalen. Hoe doen jullie dat?

SP2: Wij hebben rekening gehouden met de bouwkostenindex. Normaal gesproken houd je rekening met de verwachte inflatieontwikkeling als je het hebt over het in standhouden van het eigen vermogen. Op dit moment is de bouwkostenindex wat hoger en uiteindelijk moeten we ons eigen vermogen in stand houden vanuit de opvatting dat we wel continu nieuwe woningen aan de voorraad moeten toevoegen. Zodat we in termen van onze voorraad niet krimpen.

SP1: Nu zijn de bouwkosten hoog dus lijkt dat een logische keuze maar betekent dat wanneer de (ver)bouwkosten naar beneden gaan of minder hard stijgen dat een andere index gekozen wordt?

SP2: Nu hebben we deze vooral genomen omdat het verschil met de inflatie zo groot is. Als de bouwkostenindex en de inflatie bij elkaar in de buurt hadden gelegen, volstaat de inflatie ook wel.

SP1: Hebben jullie wat betreft de eigen vermogenspositie een strategische keuze gemaakt voor nu en in de toekomst?

SP2: Ja dat is het meerjarig in stand houden van het eigen vermogen waarbij wij qua ratio's meer de grens opzoeken van wat toegestaan is vanuit de toezichthouders.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Bij een individueel project betekent het niet dat het niet doorgaat. Wij hebben een investeringscommissie waar alle investeringsbesluiten worden genomen. Het kan gebeuren dat een individueel project niet voldoet aan de rendementseis of aan de financiële uitgangspunten uit de kaderbrief. En dat kan voorkomen maar wat wij project control doen is het totaaloverzicht bijhouden van alle investeringsbesluiten die worden genomen in het jaar. Daar heb je plussen en minnen en in principe moet dat onder aan de streep voldoen aan de doelstelling van het in standhouden van het eigen vermogen en de daar bijbehorende rendementseis. Daar rapporteren we per tertiaal over aan de investeringscommissie. Dit kunnen we dus op tijd signaleren. Daarnaast hebben we periodiek overleg met de afdeling Ontwikkeling om op te halen wat hun verwachtingen zijn over de projecten die nog in de pijplijn zitten. In principe weet je van projecten die binnen een jaar starten wat de recente stichtingskosten zijn en wat het huurniveau is wat daarbij hoort en wat dus ongeveer wat het rendement zou zijn. Dan hebben we een beeld van wat we gehad hebben en wat komt er nog aan en dan kan je altijd nog bijsturen.

We herkennen wel het beeld wat je schetst en tot voor kort kon je heel makkelijk de projecten door laten gaan maar nu merken wij ook dat we vaker zuur tegenkomen dan zoet en de verschillen daartussen nemen ook toe. De lage rendementen van hele grote projecten wegen niet meer op tegen de positievere rendementen van wat kleinere projecten.

SP3: Het is ook belangrijk om het met elkaar erover te hebben of het gewenste kwaliteitsniveau niet te hoog is en of het wellicht een tandje minder kan. Moet het echt allemaal wat we willen? Eigenlijk moeten we onszelf dit altijd afvragen maar zeker in deze tijd moeten we kritischer zijn.

SP2: Of we rendementseis bij moeten stellen zijn we op dit moment aan het onderzoeken omdat we verwachten dat het in de toekomst toch wel heel erg gaat knellen. En wat ik wel merk is dat er best wel wat discussie bestaat over de manier waarop men een rendementseis berekent. Er is onlangs een investeringsbesluit langsgekomen die niet aan onze rendementseis voldeed, welke door een andere corporatie wel is opgepakt. Daar zijn we wat onderzoek naar gaan doen want hoe kan het dat zij het wel doen of tot een ander rendement komen? Dan blijkt dat die andere corporatie de rente over de bouw niet aan het project toegerekend. Heb je allemaal wel een uniforme manier waarop je die rendementen berekent? Als daar hele grote verschillen inzitten wordt het heel ingewikkeld.

SP1: *Het zou ook kunnen dat een andere corporatie een ander ambitieniveau heeft en dus een lager rendement accepteert?*

SP2: Dan is het heel begrijpelijk maar als je het rendement allemaal op een andere manier berekent klopt het niet en dat kom ik in de praktijk tegen. Wat doe je bijvoorbeeld met de inbrengwaarde en wanneer bepaal je of je een inbrengwaarde wel of niet meeneemt? Is heel bepalend of je een positief of negatief rendement hebt. Maar je hebt gelijk dat het afhankelijk van het ambitieniveau van de corporaties is. Wanneer wij een goed gevulde portefeuille hebben en we kunnen de afspraken jegens de gemeente nakomen, ben je wellicht sneller geneigd om nee tegen een project te zeggen met een minder rendement. Maar als je als corporatie in een positie zit waarbij ze moeite hebben met acquireren of met het plegen van nieuwbouw dan zeggen ze misschien ondanks het negatieve rendement zie ik kans om aan de prestatieafspraken met de gemeente te voldoen.

SP1: *Wanneer jullie besluiten om de rendementseis aan te passen betekent dit dan ook dat jullie de investeringsambitie bij gaan stellen?*

SP2: Zeker en misschien moeten we wel tegen elkaar zeggen dat we voorlopig niet investeren. We zien ook dat een aantal commerciële partijen zich terugtrekken uit Amsterdam. Wij nemen onze (lokale) verantwoordelijkheid en trachten afspraken met de gemeente na te komen. Wij kunnen ons dan ook niet

terugtrekken uit Amsterdam. Wel kunnen wij selectiever en/of terughoudender omgaan met onze resterende investeringsruimte (minder projecten en/of ander type projecten).

SP3: Op dit moment hebben we een gemiddelde stichtingskosten per type eenheid en oppervlaktecategorie in de kaderbrief staan. Geredeneerd vanuit de actuele grondprijzen in Amsterdam en wat mag dan een gemiddelde woning met een bepaald aantal m2 kosten. Wanneer het afwijkt van dit gemiddelde moet er goed uitgelegd worden waarom dit zo is en kan het eventueel gecompenseerd worden door een hogere huur te vragen.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP4: Wij gebruiken de beleidswaarde niet als eindwaarde maar hebben de restwaarde in ons 50-jarig exploitatiemodel. De beleidswaarde is veel meer op het concernniveau en is voor de ratio's.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: De beleidswaarde gebruiken wij meer voor de financiële sturing op strategisch niveau en het beoordelen van projecten speelt zich veel meer af op tactisch niveau. De disconteringsvoet in de beleidswaarde vind ik zelf wel een hele vreemde. De beleidswaarde zie ik meer als verantwoording naar de buitenwereld om uit te leggen wat onze vermogenspositie daadwerkelijk is. De beleidswaarde wordt door ons met name gehanteerd voor de financiële sturing op het niveau van de toegelaten instelling. De beleidswaarde wordt (nog) niet gebruikt bij de beoordeling van investeringsbesluiten. Wij waren geen fan van de invoering van de beleidswaarde want wij hadden als sector eindelijk een goed beeld van de bedrijfswaarde.

SP4: Mijn eerste reactie zou zijn niet voor een individueel project. De beleidswaarde is een afgeleide van de marktwaarde bepaald door toezichthouders met een bepaald doel. Om hier investeringsbeslissingen te baseren vind ik heel lastig. Ik vind blijf zo dicht mogelijk bij de investeringsbeslissing en hier zijn veel goede tools voor beschikbaar.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Daar ben ik het mee eens als je alleen al ziet dat er 3 à 4 maandhuren aan belasting wordt afgedragen. Als je dan kijkt wat kost onderhoud en beheer dan weet je één ding zeker dat corporaties interen. Alle heffingen

dragen niet bij aan het verdienmodel van de sector. Plus dat er ook gewoon veel van ons verwacht wordt. Er gaat ook een oproep langs de corporaties waarbij opgeroepen wordt om collectief bezwaar te maken tegen de verhuurderheffing. Alleen het signaal afgeven is al belangrijk om aan te geven dat dit negatief drukt op de verduurzaming en nieuwbouw.

SP1: *Halen jullie de duurzaamheidsopgave voor 2050?*

SP2: Wij gaan ervan uit dat we die halen alleen is er niet helemaal duidelijk wat daar dan onder wordt verstaan. Wij richten ons in de eerste beleidsperiode op de no regret maatregelen. In principe gaat de hele woningvoorraad naar label B gemiddeld in 2023. De voorbereidingen worden getroffen om alle woningen van het gas te halen. Voor de rest isoleren we zoveel mogelijk woningen met zonnepanelen en mechanische ventilatie. Vanaf 2023 verwachten wij geen E, F, G-labels meer te hebben.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij nog meer die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: Dat geldt dan even specifiek voor de context van Eigen Haard. Wij zien dat de gemeente Amsterdam wel hele zware duurzaamheidseisen stelt bij een ontwikkeling. Hierdoor kunnen we nog heel beperkt invulling geven aan onze wensen en kwaliteitseisen waardoor de projecten wel heel duur worden en niet meer voldoen aan de rendementseis. Deze eisen liggen hoger dan wat wettelijk vereist is.

Vragen n.a.v. onderzoek Ortec Finance

SP1: *Is het financiële beoordelingskader van Ortec ook toe te passen binnen de corporatie waar jij werkt? Denk hierbij aan de ambitie, opgave en volume van de corporatie.*

SP2: Het is een handige methode. Wij hebben dat tot dusver nog niet ingevoerd omdat deze terugkomt bij het jaarlijks herijken van de begroting waarbij we de simulatie in WALS draaien van de voorgenomen projectbesluiten maar ook van de gerealiseerde. Bij ons zie je jaarlijks wel in de plaatjes van de begroting welke effecten investeringen hebben gehad op de ontwikkeling van ons eigen vermogen.

SP1: *Dit doe je achteraf maar op het moment dat je op dit moment een beslissing moet nemen wil je die informatie dan niet hebben?*

SP2: Dan is het handig om deze toe te voegen maar relatief weet je het al omdat je met de IRR werkt. Een project met een positieve IRR heeft een positief op het eigen vermogen en een negatieve IRR heeft een negatief effect op het eigen vermogen. Voor het inzicht voegt het wel iets toe daar ben ik het mee eens. Maar gevoelsmatig

kom je denk ik niet tot andere besluitvorming. Bij een kleine corporatie is dit veel bepalender dan bij ons want het effect op de ratio's is beperkt.

SP4: Als je dat nuanceert bij ons in Amsterdam zijn de leegwaarderatio 's gemiddeld boven de 70% zet dat maar af tegen de stichtingskosten dan maken we waarschijnlijk nog winst ook. Nu stijgen de stichtingskosten wel hard maar voor kort waren de onrendabele toppen niet zo hoog doordat de stichtingskosten fors onder de leegwaarde zitten. Nu gaat het wel knellen.

SP1: *Welke ratio's werken wel en welke ook vooral niet en waarom?*

SP3: Sowieso passen wij de IRR-beleid, IRR-markt en onrendabel op marktwaarde naar de leegwaarderatio kijken we ook wel.

SP2: Eigenlijk kan je zeggen dat we kijken naar de mutatie op marktwaarde, beleidswaarde en de LTV op beleidswaarde en de ICR alleen op een ander moment en niet tijdens de beoordeling van een project. Dit doen we bij het opstellen van de begroting en de simulatie die we jaarlijks maken.

SP3: Waar wij misschien wel iets meer zouden kunnen doen is de NAR op basis van ons beleid. Vooral bij renovaties kan dat iets zeggen wat doet de investeringen nou. We gaan investeren maar hoeveel gaat dan mijn onderhoud naar beneden. Waar kom je dan op uit in het eerste jaar. Dat geeft soms wel inzicht op projectniveau.

SP1: *Zou dit een verbetering of aanvulling zijn t.o.v. van het huidige beoordelingskader?*

SP3: Het kan interessant zijn als je voor jezelf goede normen kan bedenken. Wat is een goede norm voor een LTV? Wanneer is het goed?

SP4: Ik zou zeggen dat de cashflows het belangrijkste zijn en het gaat om toch ook gewoon om kasstromen. Niemand gaat failliet aan een tekort aan vermogen maar wel aan een tekort van liquiditeit.

SP1: *Heb je verder nog wat aan te merken op het beoordelingskader?*

SP4: Je ziet dat heel sterk gericht is op concernachtige parameters en deze lenen zich eigenlijk niet zo heel goed voor het sturen op een individueel project.

Verslag interview S. Köhler, De Alliantie

Respondent : Stephan Köhler (**SP2**), Controller
Werkzaam bij : De Alliantie
Interviewer : Dennis Pronk (**SP1**)
Datum : 9 september 2019
Locatie : Jan v.d. Heijdenstraat 36, Hilversum (kantoor De Alliantie)

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Op welke manier stellen jullie een rendementseis vast?*

SP2: S2 We hanteren de WACC-methode. Het rendement op onze DAEB-tak moet 2% zijn. Voor de niet DAEB-tak middenhuur is het inflatie plus een risico-opslag van 1% dus totaal 3%. Voor de niet DAEB vrije sector is het inflatie plus een risico-opslag van 2%, totaal dus 4%. Voor het rendement op vreemd vermogen hebben we een 20-jaars rente genomen. Deze bij elkaar opgeteld is de WACC als rendement op het eigen- en vreemd vermogen per tak. De rendementseis is dus afhankelijk van wat voor soort woningen we realiseren. Vervolgens hanteren we een IRR-methode waar bij nieuwbouw de verwachte kasstromen worden berekend. Bij bestaande bouw doen we de delta van de kasstromen als gevolg van de investering. Wat zijn als gevolg van de investering de wijzigingen in de kasstromen. Alleen die kasstroomwijzigingen worden afgezet tegen de investering om het rendement te berekenen van de investering. De delta van de marktwaarde nemen we niet mee in de IRR-berekening omdat we uitgaan van 50-jaar doorexploiteren.

Primair hebben we een IRR waaraan voldaan moet worden. Bij bepaalde investeringen halen we deze rendementseis niet. Dan moet een investeringsverzoek beargumenteerd worden waarom we deze investering toch moeten als gevolg van maatschappelijke en/of volkshuisvestelijke argumenten. Het kan dan zijn dat er een IRR van 0,5% uitkomt. Op projectniveau is dat prima. Vervolgens hebben we onze meerjarenbegroting waar de som van alle projecten samen moeten wel aan onze algemene financiële kaders voldoen. Alleen in de DAEB en niet DAEB in de stichting kunnen we op projectniveau lagere rendementen scoren. De rest moet gewoon, net als een commerciële partij, marktconforme rendementen scoren

SP1: *Bij de WACC is het rendement op eigen vermogen op verschillende manieren te bepalen. Hoe doen jullie dat?*

SP2: Wij hebben gekozen voor inflatievolgend omdat je op lange termijn hetzelfde wil blijven doen als nu. Onze sociale prestaties mogen niet minder worden en we willen de huidige activiteiten in de toekomst blijven doen. Ons minimale rendement op het eigen vermogen is instandhouding.

SP1: *In het huidige jaar zie je dat stichtingskosten wellicht hoger zijn dan van tevoren ingerekend in de meerjarenbegroting. Hoe gaan jullie hiermee om? Extrapoleren jullie dit effect over de projecten die verder in de meerjarenbegroting staan?*

SP2: Deze effecten komen in de nieuwe begroting te staan ja. Als je door het effect van prijsstijgingen nu ziet dat je meerjarig door de ICR-grens zakt, moet je de investeringsambitie of het investeringsbeleid aanpassen. Doordat je dat meerjarig doorrekent zie je nu al wat de effecten zijn over 10 jaar en daar kan je nu op anticiperen. Dan kan je doen door anders of minder te gaan investeren of een ander verdienmodel bedenken. Voor energetische maatregelen zijn we nu een ander verdienmodel aan het bedenken.

SP1: *Maar hoe bewaak je dan dat het huidige jaar niet te veel negatieve invloed heeft op de ratio's?*

SP2: Wij weten 5 jaar van tevoren welke projecten we willen gaan doen. De effecten van een project op de ratio's zijn dus ook al 5 jaar bekend. Als dat op totaalniveau geen impact heeft is dat prima. Vanuit de routekaart van Aedes bleek dat wij de duurzaamheidsopgave niet kunnen betalen als corporatiesector. Dat betekent dat we of het verdienmodel bij energetische ingrepen moeten veranderen. Denk aan een EPV-vergoeding van de huurders. Er moet geld tegenover staan of we moeten op een andere manier aan geld zien te komen om dat gat in de exploitatie te dekken. We doen aan portefeuille differentiatie waarbij de niet DAEB het maximale rendement moet halen om daarmee de DAEB-tak te subsidiëren. Op deze manier kunnen we de gaten in de DAEB-tak dichten.

SP1: *Betekent dit ook dat jullie actief zijn in de niet DAEB-tak?*

SP2: Wij zijn redelijk actief in de niet DAEB.

SP1: *Hebben jullie wat betreft de eigen vermogenspositie een strategische keuze gemaakt voor nu en in de toekomst?*

SP2: We hebben een rendementseis op investeringen. Vervolgens hebben we ook als De Alliantie doelstellingen en ambities. Deze zijn veel meer maatschappelijk van aard. We hebben een portefeuillestrategie wat leidt tot bezit wat minimaal gelijk moet blijven en het liefst moet stijgen in aantallen. Dat is voor beschikbaarheid en voor de betaalbaarheid moeten de woningen betaalbaar blijven.

Op projectniveau gelden de financiële kaders en bijbehorende ratio's waar het project aan moet voldoen. Op bedrijfsniveau gelden de financiële ratio's, en de daarbij behorende normen die door de Aw en WSW zijn bepaald, voldoen. Hierbij gaan we tot het uiterste. We zoeken dus financieel echt de grenzen op om onze maatschappelijke doelstellingen te realiseren.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen jullie in op het niet halen van de rendementseis? Betekent dit dat jullie de investeringsambitie naar beneden bijstellen of stellen jullie de rendementseis bij?*

SP2: Bij nieuwbouw moet het gewoon aan de rendementseis voldoen. Wanneer een nieuwbouwproject niet de rendementseis haalt, stellen we elkaar de vraag: " waarom doen we dit?". Primair moet het bij nieuwbouw altijd voldoen. Bij renovaties kan het op individueel afwijken van de rendementseis zolang op totaal portefeuilleniveau de rendementseis maar wordt gehaald. Bij de afweging of iets een goede investering is bij ons de hold/sell-analyse van belang.

SP1: *Maar een sell is voor de corporatie niet vaak een sell?*

SP2: Daar ben ik het niet mee eens. Wanneer een complex te duur is om te renoveren, moet in mijn beleving de corporatie proberen het vastgoed te verkopen. Wanneer een object niet meer aan je eigen eisen voldoet en het te duur is om te renoveren, moet je concluderen dat het object niet meer bij je past. Waarom zou je een object hartje centrum niet verkopen om vervolgens iets terug te bouwen in een ander gebied. Waar je de woningen bouwt is misschien minder relevant zolang je het maar doet. Wat je nu ziet is dat de wijken heterogener moeten worden waardoor het leefbaarheidsprobleem vermindert door een gezonde mix.

SP1: *De beleidswaarde is ter vervanging van de bedrijfswaarde een relatief nieuw waardebegrip. Corporaties worstelen nog enigszins met de beleidswaarde en vooral hoe om te gaan met de keuze als eindwaarde in de rendementsberekening. Hoe is dat bij jullie? Waar passen jullie de beleidswaarde toe?*

SP2: Er zitten nog wel wat issues bij het bepalen van de beleidswaarde maar op dit moment doet dit ons nog geen pijn. Het is onterecht om te zeggen dat een complexrisico in een marktwaardescenario net zo groot is als in een sociaal scenario. Je hebt hier andere huren dus is het risico op verhuurbaarheid iets kleiner. De rest van de kasstromen zijn nagenoeg gelijk. De vraag is dan wat de impact is? Ik weet het niet.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen?*

SP2: Bij ons gebeurt dat al omdat deze in de IRR zit. Een beleidswaarde is een NPV-berekening en de NPV-berekening gebruikt dezelfde kasstromen als bij de IRR. Wat is dan het verschil? Als ik naar beide methodes kijk heeft de één het over de euro's en de ander over het rendement. De input is hetzelfde. Eigenlijk als je een IRR-methode gebruikt voor investeringsbesluiten en je hanteert daarbij beleidshuren dan komt daar dezelfde waarde uit wanneer je een beleidswaarde berekent omdat dezelfde kasstromen worden toegepast methodologisch. Dat je misschien op aspecten afwijkt kan dan. Wij hanteren in de IRR-berekening voor onderhoud de onderhoudsnorm uit de marktwaarde. Ons werkelijke onderhoud ligt waarschijnlijk iets hoger daar kan nog iets in getuned worden. Theoretisch gezien gebruiken we voor de IRR-berekening en de beleidswaarde dezelfde kasstromen dus zijn ze aan elkaar gelijk. Modelmatig zijn deze twee hetzelfde denk ik.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staan. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw? Hoe zorgen jullie er toch voor dat jullie de maatschappelijke opgave verantwoord aanpakken?*

SP2: Die extra lastenverzwaring als verhuurderheffing en VPB zijn allemaal cash outs welke je niet kan investeren in de doelen die je voor ogen hebt. Dat betekent dat je extra moet gaan lenen. Het geld dat we aan belastingen hebben betaald kunnen we niet gebruiken om die opgave te financieren. Gegeven ons huurbeleid zijn alle investeringen in duurzaamheid 100% onrendabel want we zitten qua punten al aan de maximale huur en ze zijn al afgetopt zeker in Amsterdam. Dit kalft onze kengetallen af. Dat zie je ook terug in de doorrekening die Aedes heeft gedaan dat we in 5 tot 10 jaar tegen de grenzen aan gaan lopen van wat we kunnen investeren. Doordat de investeringen in duurzaamheid onrendabel zijn, loopt de LTV tegen een maximum aan en dan houdt het op. Dan is de vraag wat gaan we doen? Dit in combinatie met de hoge bouwkosten zorgt dat we sneller tegen die max aan lopen.

SP1: *Halen jullie de duurzaamheidsopgave voor 2050?*

SP2: Onder de huidige omstandigheden niet. Nu wordt het dood gerekend want we zeggen nu we gaan wel investeren maar we gaan wel binnen ons huidige huurbeleid kijken of we de investering kunnen terugverdienen. Als we van een gaswoning naar gasloos gaan en de corporatie betaalt de investering gaan de woonlasten van de huurder naar beneden. De huurder krijgt dit niet verdisconteerd in de huur terwijl zij niet meer voor gas betalen. Dit zou opgelost kunnen worden doordat de huurder een energieprestatie vergoeding aan de corporatie betaalt. Deze EPV moet aan zoveel eisen voldoen waar de investering nu vaak niet aan voldoet. Er moet dus een oplossing gevonden worden zodat de corporaties door een vergoeding van de huurder bovenop de huur toch een deel van de investering terugkrijgen zonder dat het de totale woonlasten van de huurder aantast. Ik vind dat de corporaties hier wel een stukje in gecompenseerd moeten worden. Ook al betalen de huurders een klein deel dan wordt het voor de corporaties behapbaarder. Wanneer we niet gecompenseerd worden betekent dit dat we of minder gaan doen aan energetische maatregelen of we moeten meer rendement halen uit de niet DAEB-tak.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij nog meer die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: Wat ik van de asset managers terugkrijg is de vraag of we nu niet te duur kopen? We zitten nu in een bubbel qua vastgoedmarkt. Ontwikkelaars willen hoge prijzen voor hun grondposities. Misschien moeten we wel wachten totdat de vastgoedmarkt zakt. In Amsterdam zien we nu dat gemeente steeds meer eisen gaat stellen aan de wijze van exploitatie. Het kan zijn dat commerciële partijen hierdoor afhaken wat misschien weer voor een wisseling van de wacht zorgt.

Vragen n.a.v. onderzoek Ortec Finance

SP1: *Is het financiële beoordelingskader van Ortec ook toe te passen binnen de corporatie waar jij werkt? Denk hierbij aan de ambitie, opgave en volume van de corporatie.*

SP2: Wij passen een groot deel van de ratio's al toe. Niet als beoordelingscriteria maar meer als signalering. De leegwaarderatio is voor ons wel een belangrijke want wanneer de stichtingskosten groter zijn dan de leegwaarde moet je jezelf afvragen wat je aan het doen bent.

We hebben een model waarbij we de marktwaarde nabootsen bij een investering. De IRR is de belangrijkste maatstaf om een project te beoordelen. Er komt ook een BAR uit waar we de huur afzetten t.o.v. de investering. We berekenen ook een NAR o.b.v. de taxatie beheerskosten. De NAR is ook indicatief. Er komt een beleidswaarde uit, marktwaarde leegwaarde ratio. Dit is puur ter informatie. De IRR en de maatschappelijke doelstellingen zijn doorslaggevend. Bij de begroting gaat alles op de grote hoop en dan kijken we of we de juiste financiële koers varen. En waar gaan we bijsturen. De meerjarenbegroting werken we jaarlijks bij en daar worden een aantal strategische scenario's doorgerekend.

SP1: *Welke ratio's werken wel en welke ook vooral niet en waarom?*

SP2: Onrendabel op marktwaarde vind ik niet zo relevant want je geeft iets van je vermogen weg maar als daar een goede kasstroom tegenover staat, is de LTV eigenlijk interessanter. De beleidswaarderatio in relatie tot de LTV is vooral interessant wanneer je projecten extern financiert en je al tegen de LTV-grens aan zit, zijn projecten met een lage beleidswaarde i.r.t. de investering die je doet niet handig. Dat heeft oog weer te maken welke projecten ga je in de huidige markt bouwen. De IRR is bij ons een harde toetsingscriteria.

SP2: De leegwaarderatio is voor ons wel een belangrijke want wanneer de stichtingskosten groter zijn dan de leegwaarde moet je jezelf afvragen wat je aan het doen bent.

SP1: *Zou dit een verbetering of aanvulling zijn t.o.v. van het huidige beoordelingskader?*

SP2: Ik zie nu geen reden om het bestaande beoordelingskader aan te passen. De ratio's die wat mij betreft essentieel zijn gebruiken we als beoordelingscriteria.

SP1: *Heb je verder nog wat aan te merken op het beoordelingskader?*

SP2: Nee

Verslag interview J. Eijsvogels, Ortec Finance

Respondent : Joost Eijsvogels (**SP2**), Consultant
Werkzaam bij : Ortec Finance
Interviewer : Dennis Pronk (**SP1**)
Datum : 12 september 2019
Locatie : Boompjes 41, Rotterdam (kantoor Ortec Finance)

SP1: *Bij het nemen van investeringsbeslissingen sturen corporaties al enige tijd op rendementen. Hoe zien jullie corporaties Welke methodes zien jullie in de sector vaak terugkomen?*

SP2: Echt alles. Ik denk dat er weinig corporaties zijn die eenzelfde rekensystematiek hanteren. Dan kan je denken aan een IRR bepaald op de oude bedrijfswaarde methodiek. Een IRR o.b.v. een marktwaarde conform het waarderingshandboek. Een IRR o.b.v. een marktwaarde conform het waarderingshandboek met inachtneming van een aantal vrijheidsgraden. Vervolgens die vrijheidsgraden weer op een andere manier toegepast waardoor weer een andere methodiek ontstaat. De beleidswaarde zien we terugkomen. Simpelweg een onrendabele top zien we nog wel eens voorbijkomen dus helemaal los van de rendementen. Dus we komen echt van alles tegen.

SP1: *Gezien de huidige ontwikkelingen (stijgende bouwkosten en gematigde huurverhoging) staan de rendementen onder druk. Rendementen rond de 0% zijn geen uitzondering meer. Hoe spelen corporaties in op het niet halen van de rendementseis? Stellen zij de ambitie bij of stellen zij de rendementseis bij?*

SP2: We zagen in het begin dat verschillende projecten gewoon doorgang vonden ondanks dat de rendementseisen niet werden gehaald. Inmiddels zijn we wel zo ver dat iedereen ziet dat de rendementseisen die stonden niet houdbaar zijn en geactualiseerd moeten worden. Tegelijkertijd merken we ook dat er vragen worden gesteld naar de manieren waarop de rendementen worden bepaald. De corporaties die wij spreken voeren veel meer een discussie: "Willen wij als corporatie wel mee in deze hetze van bouwkosten ontwikkeling?". Je ziet veel meer dat de gesprekken wat principieel gekleurd zijn dan dat projecten niet doorgaan omdat ze de rendementseisen niet behalen. Je ziet vaak een kader terugkomen waarbij de financiële indicatoren één van de toetsingscriteria is. Als alle andere toetsingscriteria op groen staan kan het project toch doorgaan. En ja de bouwkosten zijn op dit moment heel hoog en aannemers hebben een tekort aan personeel dat is allemaal waar. Maar er is ook nog steeds een enorme druk vanuit de maatschappelijke doelstellingen die er zijn en de prestatieafspraken die met gemeenten zijn gemaakt. Als je een willekeurige bestuurder van een corporatie zou vragen of het rendement op een project belangrijker is dan de ambitie zullen zij bijna altijd voor de ambitie kiezen.

SP1: *Maar juist naar die ambities zouden corporaties wel kunnen kijken. Doen zij de juiste dingen. Of zie jij dat anders?*

SP2: Corporaties die ik nu spreek en bezig zijn met asset management zijn eigenlijk al het punt voorbij dat ze nog kunnen bijsturen op de kwaliteit bij renovatie. Het gaat er nu veel meer om welke beweging zij willen maken in duurzaamheid. Maar ook dan wordt het bijna weer principieel want willen we echt al die installatie eruit doen of willen we een maximaal isolatiescenario erop loslaten.

Wat we zagen terugkomen tijdens de sessies, die we deden voor ons onderzoek, is dat corporaties pilots in duurzaamheid aangrijpen als leereffect voor de organisatie. Puur om de kennis te vergaren om te zorgen dat zij klaar zijn zodra de markt zover is zodat het enigszins betaalbaar is om te versnellen qua verduurzaming. De reden dat we deze expliciet genoemd hebben bij de kwaliteitscriteria in ons onderzoek is als je zo'n pilot gaat doen en alleen maar naar het rendement kijken dan zakt alles er helemaal doorheen. Het is gewoon niet rendabel. Dan zeg je dus eigenlijk we kijken naar de investeringsmaatregel zoals we die nu doen en in ieder geval de financiële continuïteit waarborgt maar vervolgens met de pilot die we gaan doen zakken we door het ijs. Niks aan de hand wanneer dit een investering is in de kennis en kunde van ons als organisatie.

SP1: *Is de beleidswaarde geschikt als toetsingscriteria voor investeringen/projecten?*

SP2: Ja maar niet in de huidige vorm en in de huidige berekening. Ik zeg ja omdat de beleidswaarde nu nog keihard geldt als LTV-norm wat één van de restrictieve kengetallen van corporaties is waarvan mede op basis het investeringsvolume wordt bepaald. Je bent dus verplicht hier iets mee te doen. Anderzijds als toetsingscriteria voor projecten zie ik echt wel mogelijkheden maar moet de huidige vorm met de eindwaarde met de disconteringsvoet uit de marktwaarde, met het onderhoud dat er dubbel in zit en nog wat andere rare zaken, aangepast worden. Ondanks dat de rekenmethodiek niet helemaal lekker is, is het een prima instrumentarium om te kijken waar sta ik nu en waar wil ik in de toekomst naartoe.

SP1: *Waarom heeft de corporatiesector de behoefte om met een eigen waardebegrip te komen? Waarom passen ze de marktwaarde niet toe en stellen ze de norm naar beneden zodat het past binnen de marktwaarde?*

SP2: Ik ben voor versimpeling van de verschillende waardebegrippen. Volgens mij kent de sector 8 verschillende waardebegrippen. Ik ben fineut en ik begrijp ze allemaal redelijk goed. Ik kan me voorstellen dat het binnen de corporatiesector, maar ook als bestuurder zonder financiële achtergrond, dat je door de bomen het bos niet meer kunt zien. Versimpeling graag. Het lastige van een marktwaarde vind ik dat het nog minder representatief is voor het beleid dat jij als corporatie voert. Het is een hele fictieve waarde. Met een beleidswaarde proberen we die fictie eruit te halen.

SP1: *Je zou kunnen kijken om de operationele- of beleidskasstroom af te zetten tegen de marktwaarde.*

SP2: Dan heb je het eigenlijk over de manier waarop een corporatie het eigen vermogen wil presenteren. Het begrip eigen vermogen probeert men te benaderen middels de beleidswaarde en ik snap die keuze ook wel. Neemt niet weg dat het lastig blijft. Wij denken dat de IRR o.b.v. de beleidswaarde nog steeds de beste indicator is om de investeringsvoorstellen tegen elkaar af te zetten inclusief de beleidswaarderatio. Hier loop je tegen een aantal problemen aan. We weten dat de beleidswaarde qua opbouw nog iets gaat veranderen. Dan is het de vraag of je nu iets kunstmatig in zo'n IRR-berekening gaat inbouwen of wacht je totdat de discussie rondom de waarderingen zijn uitgesproken.

SP1: *In het Sectorbeeld 2018 geeft het Aw aan dat het verdienmodel van de corporaties onder druk staat. De belastingdruk neemt toe door de verhuurderheffing en de ATAD. De bouwprijzen blijven stijgen en voor het oplossen van het 'middenhuur-probleem' wordt er ook gekeken naar de corporatiesector. Delen jullie het beeld van de Aw?*

SP2: Ja ook wij zien dat het verdienmodel onder druk staat. Wat je aan de ene kant ziet is dat het verdienmodel onder druk staat. Aan de huurkant heb je weinig ruimte want dit wordt beperkt vanuit wet- en regelgeving. Aan de lastenkant moet je als organisatie je steentje bijdragen. We hadden het net al over de 8 verschillende waardebegrippen dus wat betreft de aanlevering naar de Aw is het er niet makkelijker op geworden. Dus ook aan de beheerlastenkant denk ik dat corporaties al behoorlijk hebben gesneden om efficiënter te worden. Waar je eerder zag dat de corporaties rondom de regelgeving omtrent het VPB een blik fiscalisten opentrok waardoor zij de belastingdruk een aantal jaren vooruit wisten te schuiven. Wat zorgde voor verlichting qua belastingdruk. Dat is nu ook wel klaar want die trucs werken niet meer. Kwaliteitsbeleid is al kritisch tegen het licht gehouden net als het inkoopbeleid. Zowel uit onderhoudskosten valt weinig meer te halen even los van de bouwkostenstijging, de beheerlasten zijn al heel beperkt. De grootste spanning is wat mij betreft de ambitie van de corporatie versus de verschillende stakeholders. Waarbij je ziet en merkt dat de overheid steeds meer drukt op jullie moeten koplopers zijn. Jullie moeten gaan verduurzamen. Jullie moeten het probleem in de middenhuur oplossen. Plus een buitengewone kritische huurders belangenvereniging. Dus de ambities versus de investeringscapaciteit zoals deze nu is maakt het gewoon heel erg lastig. Dan wel niet haalbaar. Als ik nu tegen alle corporaties die wij adviseren zou zeggen stop met investeren en ga maximaal rendement halen, heb je een prima verdienmodel, "no worries". Ik snap dat het verdienmodel onder druk staat maar deze staat wel onder druk gegeven de ambities en niet qua portefeuille.

SP1: *Welke bedreigingen zie jij nog meer die van negatieve invloed zijn op de opgave die de sector te wachten staat en hoe kan de sector hierop inspelen?*

SP2: Polarisatie in wijken en buurten zie je de laatste tijd regelmatig terugkomen in het nieuws. Voorheen waren de corporaties de spil in de wijk. Corporaties kwamen achter de voordeur van de mensen en werken veel samen met politie, maatschappelijk werkers en gemeenten. Door de verschillende reorganisaties en het snijden in de beheerlasten en ook de cap die er zit op de maatschappelijke uitgaven denk ik dat we dat wel gaan voelen. We

zijn heel druk met het vastgoed en het verduurzamen daarvan dus heel technisch aan het kijken en nog steeds ingegeven door de Woningwet met een hele scherpe financiële bril. Maar juist aan die maatschappelijke kant kan het in de toekomst zomaar zijn dat daar problemen komen. We hoeven maar de landgrenzen over te steken om te zien wat voor effecten het zou kunnen hebben. Daar zie ik echt nog wel een potentieel risico welke niet van financiële aard is maar wel een van corporaties.

En dan heel het duurzaamheidsprobleem, CO₂-uitstoot en stikstof zijn op dit moment heel actueel. Überhaupt climate change is echt wel een ding. Ik heb ook al gehoord dat wanneer de aarde 1 à 2 graden stijgt Den Bosch de nieuwe badplaats is van Nederland. Als je het dan echt hebt over risico's op lange termijn is dit iets waar we stil bij moeten staan.

Onderzoek Ortec

SP1: *De financiële ratio's, waarop de toezichthouders de corporaties beoordelen, zijn gebaseerd op de beleidswaarde. De beleidswaarde komt tot stand door verschillende aannames plus de disconteringsvoet is marktconform waardoor het lijkt of de beleidswaarde structureel te laag is. Hoeveel waarde moet er gehecht worden aan de ratio's? Zo zijn de ratio's van Vestia door de invoering van de beleidswaarde verbeterd zonder dat er iets in de kasstromen is veranderd.*

SP2: Dit had te maken met de introductie van de beleidswaarde. Er zijn een aantal onderzoeken uitgevoerd, o.a. door ons, om te kijken wat het effect binnen de sector is van het vervangen van de bedrijfswaarde door de beleidswaarde. Voor de totale sector was het effect niet zo groot en bleef het binnen de curves. Bij een aantal individuele corporaties waren er wel effecten zichtbaar en deze sprongen eruit. Die hadden of ineens meer investeringscapaciteit of juist het tegenovergestelde. Als je dan gaat inzoomen op de uitschieters zie je dat ze initieel eigenlijk redelijk op één lijn lagen. Maar met name de toekomst zit het er heel erg in hoe je bijvoorbeeld omgaat met je investeringen i.r.t. het onderhoud. De verbetering of verslechtering van de ratio's komt wat mij betreft door de introductie van de beleidswaarde en hoe je als corporatie bent omgegaan met de vrijheidsgraden die erin zitten. Als je kijkt naar de hele sector en die plot, dan zie je dat de normstelling nagenoeg gelijk was. Er zat een kleine verbetering van circa één procent.

SP1: *Wat was de eerste reactie van de corporaties op het toetsingskader die jullie aanbevelen?*

SP2: De eerste reactie was een beetje teleurstelling omdat zij hoopten dat wij met een kant-en-klaar rekenmodel zouden komen met een normstelling. Later kwam er wel er een meer realistisch besef dat het wel wat complexer is dan een simpel rekenmethode. Het duurde even voor dat indaalde eigenlijk de hele methode die wij voorschrijven waarbij je hebt een aantal normstellingen en die kan je hangen aan de verschillende prototype investeringen die je doet als corporatie. Dat is gewoon heel makkelijk want het kost x en je vraagt er x huur voor. Je weet wat je huidige positie is en wat je wensenportefeuille is. Op het moment dat je de transformatieopgave gaat bepalen, los van de desinvesteringen, krijg je een heel maatregelenpakket over meerdere jaren. Stel we

leven in een ideale wereld en de economie ontwikkelt zich zoals je dat had ingeschat. De beheer- en onderhoudslasten blijven netjes binnen de lijntjes. Dan zou je een wensportefeuille op zijn minst kunnen behouden of naar optimale variant kunnen gaan. Dat is gewoon je kader en die strategische doorrekening moet een portefeuillemanager altijd maken. Vanuit die prototype investeringen kun je dus eigenlijk zeggen daar ga ik die rendementsnorm aan hangen. Dan maak je hem corporatie specifiek gegeven de ambitie die men heeft. Dan kan je prima los van het rekenmodel een IRR-markt een NAR etc. aanhangen. Wat je dan eigenlijk zegt voor dit prototype geldt deze norm en als men een project inbrengt dan ga je deze toetsen aan de norm. Stel dat deze onder de norm blijft dan weet je eigenlijk al, als ik dit project ga uitvoeren dan zal er ergens anders iets moeten veranderen om bij die stip op de horizon uit te komen. Daar hebben we eigenlijk de feedback-loop in aangebracht als in toets in ieder geval op jaarschijf want je kunt het op verschillende manieren oplossen. Enerzijds kan je zeggen dit project is iets duurder wat betekent dat een ander project iets minder duur is en per saldo past het nog steeds netjes binnen de portefeuillestrategie. Hij wordt wel wat lastiger wanneer je hem over meerdere jaarschijven gaat plannen want dan komen er ook andere effecten in terug, de economische parameters. Wanneer blijkt dat je uit de pas loopt zou je eigenlijk je portefeuillestrategie moeten herijken. Dit geldt voor de kleine corporaties sneller dan bij de grote corporaties.

SP1: *Van de corporaties die ik heb geïnterviewd kreeg ik terug dat het effect van een individueel project op de ratio's nihil is. Zij zijn vooral geïnteresseerd in de effecten van een jaarschijf en de projecten die in de pijplijn zitten, op de ratio's.*

SP2: Klopt. Dus eigenlijk zou je zeggen op een moment dat het past en je hebt een portefeuilleplan doorgerekend, lekker doorgaan. Wanneer het niet past is het eigenlijk een signaleringsfunctie en dan dient het interne mechanisme van een corporatie te gaan werken. Is dit een individuele casus of niet of kunnen we dit extrapoleren over onze volledige investeringsportefeuille en hebben we wel degelijk te maken met een groot risico op de lange termijn. Wat dan ook weer betekent dat je het portefeuilleplan inrekent met een aantal scenario's waarbij je een aantal risico's wilt toetsen. Wat als? Wat als de bouwkosten nog verder stijgen? Wat vinden wij nu eigenlijk belangrijk, en dan ga je weer naar het DNA van een corporatie? Is dat dan die duurzaamheid of is dat de betaalbaarheid? Als je dat dan nog afzet tegen de kwaliteit van de woningen.

SP1: *Kan een grote corporatie met een investeringsportefeuille > € 100 miljoen per jaar ook individuele projecten beoordelen op de ratio's die jullie aanbevelen?*

SP2: Dat kan. Als je een kleine club bent en 2 projecten doet, is het veel makkelijker om te zeggen dit project valt wat hoger uit dus het volgende project moet echt wel wat minder zijn. Voor een grote corporatie kan je dit op dezelfde manier doen en zie ik het als de verantwoordelijkheid van de asset manager om daarbinnen continu te sturen en te zoeken naar optimalisatie. Ook moeten zij het gesprek met de portefeuillemanager voeren "wanneer we dit extrapoleren hoe pakt dat dan uit en waar willen we de nuances inzitten?".

SP1: *En dan nog is de vraag wat het echte risico is want als je ziet dat het op termijn niet past kan je als corporatie besluiten een aantal projecten niet te doen of uit te stellen.*

SP2: Klopt maar op het moment dat je met Aedes en met de gemeenten hebt afgesproken dat je een bepaalde energietransitie maakt. Je weet dat het merendeel van de bouwkosten daarin zitten dan komt dat onder flinke druk te staan met de ambities.

SP1: *Maar het financiële risico blijft beperkt.*

SP2: Klopt dan doe je gewoon minder projecten of je verkoopt als corporatie wat.

SP1: *De grotere corporaties gaven aan dat het beoordelen van een individueel project op financiële ratio's niet zoveel zin heeft als toetsingscriteria. Wel gaven zij aan dat een aantal ratio's wel een goed inzicht geven of iets een financieel goed project is. Dit kunnen zij wel gebruiken om het gesprek intern te voeren over het proces.*

SP2: En dat was voor ons nou net de bedoeling vanuit de pilotgroep. De hoop was er om te komen met het gouden ei, met een rekenmethode met normen die groen of rood kleurt. Dat is er gewoon niet en het hangt allemaal met elkaar samen. Juist met deze methodiek beogen we ook deze integraliteit continu terug te laten komen. Het is best wel complex en er is niet één antwoord mogelijk.

SP1: *Wanneer een corporatie besluit om op de voorgestelde ratio's te sturen is wel de vraag hoe komen ze tot een normering van de ratio's? Zo zijn er bijvoorbeeld geen referenties voor een goede NAR voor een corporatie.*

SP2: Klopt hier geldt dat het volledig samenhangt met het product dat je op de markt wilt zetten. Een NAR voor een zorgobject is heel anders dan een woongelegenheden. Er zit ook verschil tussen een eengezinswoning en een meergezinswoning. Dat heeft voornamelijk te maken met de stichtingskosten die er onder liggen. Qua exploitatielasten en opbrengsten weet je wat een woning kan genereren. Welke doelgroep schrijf je aan is dat de 2e aftoppingsgrens?

SP1: *In het voorbeeld van het fictieve nieuwbouwcomplex op blz. 26 komt naar voren dat alle ratio's o.b.v. de marktwaarde voldoen maar de ratio's op beleid niet. De hamvraag blijft dan: Wat ga je nu doen? Kunnen jullie daar iets meer over vertellen?*

SP2: Ik denk toch wel dat het project doorgaat, afhankelijk van de volkshuisvestelijke toelichting. Als het een project is waarmee je iets wilt, qua kasstromen zit je redelijk laag met name in het beleid. Dat komt door de contracthuur want die is met € 597 laag geprijsd. Daar zou nog wel wat rek in zetten maar dat hangt volledig samen met je standing investments. Waarbij je zou kunnen stellen dat je standing investments prima zijn en de

kwaliteit van de woningvoorraad is ok, dat die bijdragen voor dit project. Lastig om daar zo een antwoord op te geven want dan komt die integraliteit er weer bij. Maar ik kan me voorstellen dat daar zoiets uitkomt.