

Op zoek naar een beleidsconforme disconteringsvoet voor woningcorporaties

Een verkenning naar hoe de beleidswaarde kan worden doorontwikkeld door middel van het vervangen van de disconteringsvoet



Auteur:	Erik van der Most
E-mail:	erik.vd.most@stadlander.nl
Opleiding:	MRE
Onderdeel:	Scriptie
1e beoordelaar:	Johan Conijn
2e beoordelaar:	Arthur Marquard

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie over de disconteringsvoet in de beleidswaarde. Het eindresultaat van mijn MRE-opleiding. Twee jaar lang elke dinsdag of donderdag met de trein van Bergen op Zoom naar Amsterdam. Het was een intensieve tijd waarin ik veel heb geleerd van alle docenten en medestudenten. De vakken vlogen voorbij maar de scriptie heeft nog een tijdje moeten wachten. Met wat vallen en opstaan is het uiteindelijk, zoals u ziet, toch nog gelukt. Hier wil ik natuurlijk een aantal mensen hartelijk voor bedanken. Allereerst mijn werkgever voor het bieden van deze kans en in het bijzonder mijn collega Peter Verheijen voor al het meedenken en meelesen. Daarnaast natuurlijk al die andere collega's die regelmatig eens informeerden hoe het met de scriptie ging of hun hulp aanboden. Uiteraard gaat ook mijn dank uit naar mijn scriptiebegeleider Johan Conijn voor alle tips en zetjes in de goede richting. Iedereen bij de ASRE die mij heeft geholpen of op enig moment van nog wat hernieuwde motivatie heeft voorzien ook bedankt. Ik had deze scriptie natuurlijk niet kunnen schrijven zonder de medewerking van de al die respondenten die de interviews of verkennende gesprekken mogelijk hebben gemaakt, mijn dank is groot. Tot slot wil ik ook mijn vriendin bedanken voor haar geduld, vanaf nu heb ik gelukkig weer wat meer tijd voor je dan slechts een halve zondag.

Veel leesplezier!

Erik van der Most

Bergen op Zoom, juli 2022

Managementsamenvatting

Woningcorporaties waarderen sinds 2018 hun bezit tegen beleidswaarde. Dit waardebegrip is door de toezichthouders van woningcorporaties geïntroduceerd om in de waarde van het vastgoed tot uitdrukking te laten komen dat woningcorporaties een aantal dingen anders doen dan commerciële vastgoedpartijen. Ze vragen meestal lagere huren, verkopen minder vaak en geven veelal meer uit aan onderhoud en beheer. Dit drukt de waarde van het vastgoed. Echter, om die waarde te berekenen moeten woningcorporaties wel uitgaan van een disconteringsvoet die hoort bij een marktconforme exploitatie door een commerciële partij. De disconteringsvoet is de rendementseis waartegen de verwachte toekomstige kasstromen contant worden gemaakt naar het heden. In deze rendementseis komen twee afwegingen van de belegger tot uiting, namelijk de waarde van tijd en de prijs van risico. De hoogte van de disconteringsvoet heeft een grote impact op de uiteindelijke waarde van het vastgoed. De beleidswaarde wordt door de toezichthouders gebruikt om de financiële gezondheid van woningcorporaties te beoordelen. Op basis van onder andere deze waarde wordt gekeken hoeveel leningen een corporatie mag aantrekken. De beleidswaarde speelt hierdoor een grote rol in de investeringscapaciteit van de corporaties en hoeveel van hun maatschappelijke opgave ze vervolgens kunnen uitvoeren.

Het overnemen van de disconteringsvoet uit de marktwaarde heeft twee grote gevolgen. Allereerst is de rendementseis, en dus de disconteringsvoet, van commerciële beleggers hoger dan die van woningcorporaties. Echter, de kans dat de conservatieve beleidskasstromen van de corporaties in de toekomst tegenvallen is klein. Daarnaast verkopen ze een stuk minder, ze zijn tenslotte gericht op de langdurige exploitatie van het bezit, dus de beleggersmarkt is eigenlijk niet zo relevant voor ze. Tot slot hebben ze dankzij het borgingsstelsel toegang tot goedkoop vermogen. De marktconforme rendementseis sluit dus niet aan op de rendementseis van de corporatiesector. Er valt dus wat voor te zeggen dat de beleidswaarde met een lagere disconteringsvoet moet worden berekend, wat de waarde zou doen stijgen. Het tweede gevolg is dat door die koppeling met de markt de disconteringsvoet sterk meebeweegt met de beleggersmarkt. Dat maakt het gebruik van de beleidswaarde voor meerjarige financiële planning onnodig onzeker en gecompliceerd.

In deze scriptie is onderzocht hoe de disconteringsvoet uit de beleidswaarde kan worden aangepast zodat deze beter bij de woningcorporaties past. Op basis van een uitgebreide literatuurstudie zijn vijf mogelijke oplossingsrichtingen voorgesteld en deze zijn vervolgens aan een groep woningcorporaties voorgelegd. In een reeks interviews zijn het probleem, de gevolgen en de mogelijke oplossingen uitgebreid besproken. De vijf opties zijn als volgt:

- een afslag op de marktconforme disconteringsvoet
 - o *In deze optie is de disconteringsvoet uit de marktwaarde nog altijd het startpunt. Vervolgens wordt een afslag gedaan waarin het verschil tussen marktconform exploiteren door een belegger en het corporatiebeleid tot uiting komt.*
- een opbouwmethode
 - o *Vergelijkbaar met hoe de disconteringsvoet in de full versie vaak wordt bepaald. Vertrekpunt is het risicovrije rendement en vervolgens wordt aan de hand van een aantal complexe eigenschappen en kasstromen de disconteringsvoet per complex in stapjes opgebouwd.*
- de maatschappelijke disconteringsvoet
 - o *Dit is de disconteringsvoet die de Nederlandse overheid gebruikt om publieke investeringen en overheidsbeleid te waarderen. Deze wordt elke vijf jaar vastgesteld op basis van de risicovrije rentevoet, de rendementseisen van huishoudens en bedrijven en de risicopremies op verschillende beleggingen.*

Tot slot word dit gecombineerd met een zogenaamde welvaartstheorie waarmee men tot een maximale en optimale welvaart probeert te komen.

- een volkshuisvestelijke disconteringsvoet
 - o *Voor de gehele corporatiesector wordt een vaste disconteringsvoet bepaald die de rendementseis weerspiegelt voor het gemiddelde vastgoed van corporaties.*
- de WACC
 - o *In deze optie wordt de disconteringsvoet bepaald op basis van de gewogen gemiddelde kapitaalkosten aan de hand van de weighted average cost of capital. Hier wordt dus gekeken naar zowel de kosten van het eigen vermogen als die van het vreemd vermogen van de corporatie.*

Elke oplossingsrichting adresseert een net iets ander onderdeel van het probleem of doel en komt met specifieke voor- en nadelen. Is de huidige volatiliteit wel of geen probleem? Hoe belangrijk is een objectieve onderbouwing? Moet er wel of niet rekening worden gehouden met de financieringsstructuur van de corporaties en met regionale verschillen? Wat opvalt aan de interviews is dat de corporaties erg verschillend denken over zulke vragen en over de huidige beleidswaarde in het algemeen, de gebruiksdoeleinden en de tekortkomingen. Hoewel de corporaties in de interviews een waaier aan gebruiksdoeleinden benoemen verwijzen ze uiteindelijk ook allemaal naar het belang van het verkrijgen van inzicht in de lange termijn financiële positie van de corporatie en wat dit betekent voor hun investeringscapaciteit. Ondanks de verschillen zijn er wel wat randvoorwaarden waaraan een beleidsconforme disconteringsvoet moet voldoen te benoemen. Ze wijzen allemaal op het belang van uniformiteit. Dat betekent niet dat ze vinden dat iedereen exact dezelfde disconteringsvoet moet hanteren maar wel dat iedereen op dezelfde manier tot een disconteringsvoet moet komen. Uniformiteit, vergelijkbaarheid, eenvoud en uitlegbaarheid zijn de sleutelwoorden.

Een afslag op de marktconforme disconteringsvoet scoort onder de corporaties het hoogst maar voldoet niet aan de wens voor een lagere volatiliteit. De opbouwmethode scoort goed omdat deze rekening houdt met een waaier aan factoren maar dit maakt het ook al snel te complex en de onderbouwing is twijfelachtig. De maatschappelijke disconteringsvoet is niet populair maar kan wel als referentiepunt dienen want een grote afwijking ten opzichte van deze disconteringsvoet lijkt niet rechtvaardigen. Een volkshuisvestelijke disconteringsvoet ligt slechts bij een enkeling goed, de meeste corporaties wensen meer differentiatie. De WACC is de enige oplossing die vanuit de literatuur specifiek voor de beleidswaarde is voorgesteld. Onder de corporaties eindigt deze optie echter in de middenmoot. Deze optie wijkt sterk af van de huidige disconteringsvoet terwijl de meeste corporaties niet te ver lijken af te willen wijken van de huidige situatie. Desondanks biedt de WACC de beste kans om de beleidswaarde daadwerkelijk een stap verder te brengen doordat deze oplossing een koppeling legt met de kosten van zowel het vreemd als het eigen vermogen en de mogelijkheid biedt om tot een betere inschatting te komen van de ontwikkeling van het eigen vermogen. Het is juist dit inzicht in de lange termijn financiële positie waar de beleidswaarde een meerwaarde voor zou kunnen zijn.

Inhoudsopgave

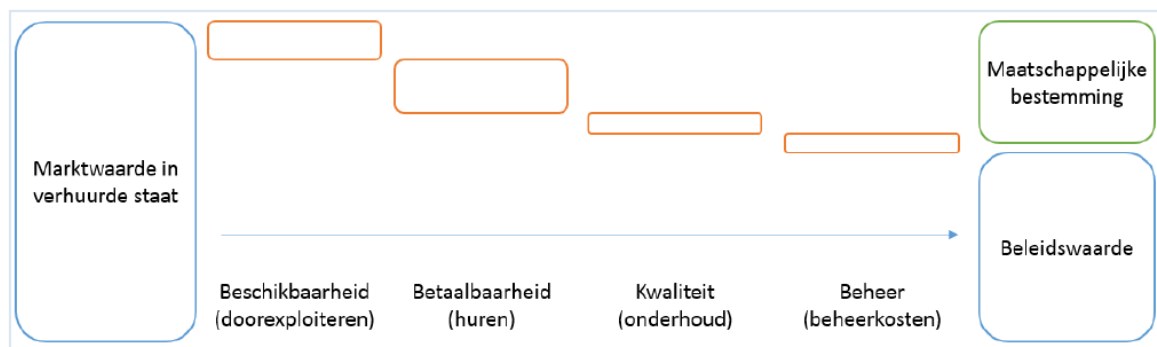
Hoofdstuk 1 – Inleiding	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling.....	8
1.4 Hoofdvraag & deelvragen	8
1.6 Onderzoeksopzet	9
1.7 Methodologie & data	9
1.9 Relevantie	10
1.10 Leeswijzer	10
Hoofdstuk 2 – Theorie	11
2.1 Inleiding.....	11
2.2 Waardetheorie	11
2.2.1 Waardebegrippen.....	11
2.2.2 Waarderingsmethoden.....	13
2.3 De disconteringsvoet	14
2.4 Methodes om de disconteringsvoet te bepalen	16
2.5 Non-profit & gereguleerde sectoren	19
2.6 Conclusie	22
Hoofdstuk 3 – Woningcorporaties.....	23
3.1 Inleiding.....	23
3.2 Woningcorporaties	23
3.3 Marktwaarde	23
3.4 Beleidswaarde.....	24
3.5 De bepaling van de disconteringsvoet in de beleidswaarde.....	25
3.5.1 Van marktwaarde naar beleidswaarde.....	25
3.5.2 De disconteringsvoet in het Handboek.....	25
3.5.3 De disconteringsvoet in de full versie	26
3.6 Beoordelingskader.....	27
3.6 Conclusie	29
Hoofdstuk 4 - De beleidswaarde in de praktijk.....	30
4.1 Inleiding.....	30
4.2 Kritiekpunten	30
4.3 Toepassing	32
4.4 Cijfermatige beschouwing	33
4.5 Conclusie	36

Hoofdstuk 5 – Oplossingsrichtingen	37
5.1 Inleiding.....	37
5.2 Oplossingsrichtingen.....	37
5.3 Conclusie	40
Hoofdstuk 6 – Operationalisatie onderzoek.....	42
6.1 Inleiding.....	42
6.2 Methodologie.....	42
6.3 Opzet interviews	42
6.4 Geïnterviewde corporaties.....	44
6.5 Conclusie	44
Hoofdstuk 7 – Uitwerking onderzoek.....	45
7.1 Inleiding.....	45
7.2 Resultaten interviews	45
7.3 Reflectie op interviews.....	55
Hoofdstuk 8 – Discussie	57
8.1 Inleiding.....	57
8.2 Het doel	57
8.3 De randvoorwaarden	57
8.4 Overige overwegingen	58
8.5 De oplossingsrichtingen	59
8.6 Vervolg.....	60
8.7 Conclusie	62
Hoofdstuk 9 – Conclusie, reflectie en aanbevelingen.....	64
9.1 Inleiding.....	64
9.2 Antwoorden op deelvragen.....	64
9.3 Antwoord op hoofdvraag.....	65
9.4 Reflectie en aanbevelingen	65
9.5 Suggesties voor vervolgonderzoek.....	66
Literatuurlijst	67
Bijlages	70
Bijlage I – Vragenlijst interviews	70
Bijlage II – Cijfermatige beschouwing	75

Hoofdstuk 1 – Inleiding

1.1 Aanleiding

Woningcorporaties waarderen sinds 2018 hun bezit tegen beleidswaarde. Dit waardebegrip is door de toezichthouders van woningcorporaties, de Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), geïntroduceerd om in de waarde van het vastgoed tot uitdrukking te laten komen dat woningcorporaties een aantal dingen anders doen dan commerciële vastgoedpartijen. Woningcorporaties vragen meestal lagere huren, verkopen minder vaak en geven veelal meer uit aan onderhoud en beheer (Aw & WSW, 2021). Dit drukt de waarde van het vastgoed. Dit is gevisualiseerd in de zogenaamde waterval waarin aan de hand van vier stappen van marktwaarde naar beleidswaarde wordt gerekend (figuur 1). Echter, om die waarde te berekenen moeten woningcorporaties wel uitgaan van een disconteringsvoet die hoort bij een marktconforme exploitatie door een commerciële partij (Fakton, 2021). De disconteringsvoet heeft als functie toekomstige kasstromen contant te maken naar het heden en heeft een grote impact op de uiteindelijke waarde van het vastgoed. De disconteringsvoet uit de markt wordt, in theorie, voor een deel bepaald door de compensatie die een investeerder verlangt voor het risico dat de investering niet naar verwachting rendeert (Vlek et. al, 2018). Doordat corporaties conservatievere kasstromen inrekenen is de kans kleiner dat die kasstromen, en de uiteindelijke waarde, niet zullen worden gerealiseerd. Dit suggereert dat de disconteringsvoet in de beleidswaarde lager zou moeten zijn dan in de marktwaarde (Conijn, 2021; Kwaak, 2018). Door dit niet aan te passen valt de beleidswaarde te laag uit en doordat deze waarde deels de leencapaciteit van woningcorporaties bepaalt heeft dit ook een negatieve impact op hun investeringscapaciteit. Hierdoor zouden corporaties minder middelen kunnen hebben om hun maatschappelijke opgaven uit te voeren (EIB, 2019).



Figuur 1: Waterval van marktwaarde naar beleidsaarde (Fakton, 2021)

1.2 Probleemstelling

De juiste waarderingmethode voor corporatievastgoed is al tientallen jaren een onderwerp van discussie. Met de introductie van de nieuwe woningwet in 2015 is het begrip marktwaarde in verhuurde staat centraal komen te staan. De marktwaarde is een marktconforme waarde waarvoor (institutionele) beleggers het eventueel zouden willen kopen (Fakton, 2021). Al vanaf het moment dat de overstap naar marktwaarde werd aangekondigd kwam er kritiek. Een van de meest genoemde bezwaren is dat een marktwaarde eigenlijk niet veel inzicht geeft in de daadwerkelijke financiële gezondheid van een corporatie omdat deze waarde geen rekening houdt met het beleid dat corporaties voeren (Van Os, 2015). Een marktwaarde zegt dus niet zo veel over de daadwerkelijk te verwachte verdien capaciteit van het corporatievastgoed.

Hoewel de beleidswaarde beter aansluit op het daadwerkelijke financiële plaatje van woningcorporaties is er in de praktijk en literatuur ook nog wel de nodige kritiek. Zo moet bij de berekening nog altijd worden uitgegaan van de disconteringsvoet uit de marktwaarde. Dit is al sinds de introductie van de beleidswaarde een punt van kritiek (Kwaak, 2018; Finance Ideas, 2019). Voordeel van deze methode is wel dat het geen extra werk oplevert bij de berekening, wat weer goed past in het streven tot administratieve lastenverlichting dat al een aantal jaar hoog op de agenda staat van sector en toezichthouders. Nadeel is dat het onnodig de hoogte van de beleidswaarde drukt en er toe kan leiden dat woningcorporaties minder leningen kunnen aantrekken en dus ook minder van hun maatschappelijke doelen kunnen realiseren (EIB, 2019). Daarnaast is het conceptueel niet goed uit te leggen, wat het draagvlak van dit waardebegrip geen goed doet. Een ander gevolg van de koppeling met de marktwaarde is dat de beleidswaarde gevoelig is voor marktconjuncturen. De disconteringsvoet in de marktwaarde beweegt immers mee met ontwikkelingen op de kapitaalmarkten en de beleggersmarkten (Majoor, 2019). Zelfs bij onveranderd corporatiebeleid kan de beleidswaarde daardoor flink stijgen of dalen. Hoewel het corporatiebeleid niet veel veranderd is ging de disconteringsvoet van de referentiewoning in het Handboek, een handleiding die corporaties moeten volgen voor het waarderen van hun bezit en waarin een referentiewoning als ijkpunt wordt gebruikt, van 7,57% in 2014 naar 5,14% in 2021 (Fakton, 2021). Deze marktontwikkeling leidde dus ook tot een forse stijging van de beleidswaarde. Voor nu is dat gunstig maar bij een volgende crisis werkt dit ook net zo hard de andere kant op.

Deze constatering leidt tot de vraag op of de beleidswaarde kan worden doorontwikkeld zodat de verschillen tussen een marktconforme exploitatie en een beleidsconforme exploitatie beter tot uitdrukking komen in de waardering van het corporatievastgoed. Het vervangen van de marktconforme disconteringsvoet door een beleidsconforme disconteringsvoet ligt dan voor de hand (Conijn et al., 2020). Dit roept wel weer een aantal vervolgvragen op; namelijk hoe groot is het verschil met de markt, hoe moet een beleidsconforme disconteringsvoet dan worden opgesteld en aan welke eisen moet dit voldoen?

1.3 Doelstelling

Het doel van deze scriptie is om te onderzoeken hoe de beleidswaarde voor corporatiewoningen kan worden doorontwikkeld door middel van het vervangen van de disconteringsvoet uit de marktwaarde voor een beleidsconforme disconteringsvoet.

1.4 Hoofdvraag & deelvragen

De hoofdvraag die in deze scriptie wordt beantwoord luidt als volgt:

Hoe kan de disconteringsvoet uit de beleidswaarde worden aangepast zodat deze beter bij het risicoprofiel van het corporatiebeleid past?

Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden is het nodig om de een aantal deelvragen te onderzoeken;

- 1) Waarom hanteren woningcorporaties het waardebegrip beleidswaarde?**
- 2) Hoe wordt de disconteringsvoet in de beleidswaarde bepaald?**
- 3) Is deze disconteringsvoet passend voor het risicoprofiel van sociale huurwoningen en het corporatiebeleid?**
- 4) Wat is het gevolg van het hanteren van een marktconforme in plaats van een beleidsconforme disconteringsvoet?**
- 5) Wat zijn mogelijke oplossingsrichtingen om tot een beleidsconforme disconteringsvoet te komen?**

1.6 Onderzoeksopzet

Dit onderzoek richt zich op het financieel-economische vlak binnen het domein vastgoedkunde. Door middel van kwalitatief onderzoek wordt de huidige situatie getoetst en wordt er een aantal oplossingsrichtingen verkend. Het startpunt is een verkenning van de bestaande literatuur. Om mogelijke oplossingen te kunnen beoordelen is het belangrijk om een beeld te hebben waarom er voor de beleidswaarde in haar huidige vorm is gekozen. Daarna volgt een behandeling van de literatuur over waardebegrippen om zo een overzicht te krijgen van welke verschillende opties er al zijn en wat de voor- en nadelen zijn. Vervolgens wordt er ingezoomd op de rol van de disconteringsvoet en hoe deze door corporaties wordt bepaald. Na deze theoretische behandeling volgt een analyse van de verschillen tussen marktwaarde en beleidswaarde bij corporaties. Op basis hiervan kan worden bekeken of er inderdaad sprake is van dusdanig afwijkende kasstromen dat dit een afwijkende disconteringsvoet vereist. Vervolgens worden er meerdere oplossingsrichtingen voorgesteld. Het probleem en de mogelijke oplossingen worden besproken in een aantal interviews met relevante experts en de woningcorporaties zelf. Uiteindelijk komen de bevindingen uit de literatuur en de opbrengsten van de interviews samen in de conclusie.

1.7 Methodologie & data

Hoewel er in de literatuur meerdere tekortkomingen aan de beleidswaarde zijn geconstateerd moet er ook worden getoetst of dit door de woningcorporaties zelf wordt herkend. Vervolgens kan onderzocht worden waar deze tekortkomingen in zitten en wat de gevolgen zijn. Daarna kunnen ook mogelijke oplossingsrichtingen worden verkend. Gezien de exploratieve aard van deze opzet ligt een kwalitatief onderzoek voor de hand. Een aantal woningcorporaties en experts wordt door middel van semi-gestructureerde interviews gevraagd naar hun mening over dit onderwerp. Er is gekozen voor een combinatie van gesloten en open vragen. Dit om een balans te vinden tussen enerzijds structuur en vergelijkbaarheid en anderzijds om wel de diepgang te kunnen vinden om de kennis over dit onderwerp verder te brengen.

1.9 Relevantie

Woningcorporaties staan voor een grote opgave op het gebied van beschikbaarheid, betaalbaarheid en verduurzaming. Zelfs als ze de grenzen van hun huidige financiële mogelijkheden zouden opzoeken kunnen ze tot en met 2035 al voor € 30 miljard aan maatschappelijke opgaves niet realiseren (BZK, 2020). Het is dan ook niet wenselijk dat hun investeringscapaciteit onnodig wordt beperkt door een niet passende disconteringsvoet. In de sector zelf lijkt het begrip beleidswaarde ook nog niet echt omarmd te zijn. Uit een survey in 2019 onder corporaties bleek dat slechts 11% van de respondenten de beleidswaarde een passend waardebegrip vindt voor interne financiële afwegingen (Finance Ideas, 2019). De overgrote meerderheid gaf aan de beleidswaarde vooral te gebruiken om aan te kunnen sluiten op het beoordelingskader van Aw en WSW. In een onderzoek van Kwaak (2018) kwam naar voren dat hoewel 75% van de respondenten de beleidswaarde nuttig vindt voor vastgoedsturing ze lang niet allemaal de beleidswaarde volledig gebruiken. Dit met name omdat men van mening is dat de beleidswaardeberekening onvoldoende aansluit op het corporatiebeleid. Er zijn, buiten de corporatiesector, wel waardebegrippen voorgesteld die als doel hebben een beter beeld (dan marktwaarde) te geven van de lange termijnwaarde van vastgoed voor bepaalde vastgoedeigenaren (Berkhout, 2019). Sensitiviteit voor korte termijn marktbevingen wordt in zulke begrippen doorgaans gedempt of verwijderd. De vraag kan dan ook gesteld worden of de beleidswaarde wel kwalificeert als een dergelijke waarde. In de literatuur en in de praktijk zijn de afgelopen jaren meerdere beperkingen van de beleidswaarde benoemd (Conijn, 2021 & Finance Ideas, 2019 & Majoor, 2019 & Kwaak, 2018). Voor een deel van deze opmerkingen is wel een suggestie gedaan, zoals het aanpassen hoe sommige stappen in de waterval worden gepresenteerd of hoe de beleidswaardeontwikkeling naar de toekomst kan worden geprognosticeerd. Sommige van deze suggesties zijn inmiddels ook (gedeeltelijk) opgevolgd. Er zijn echter nog niet concrete en uitgewerkte oplossingen aangedragen voor het probleem van de disconteringsvoet.

1.10 Leeswijzer

In dit hoofdstuk is de aanleiding voor dit onderzoek en de onderzoeksopzet beschreven. In het tweede hoofdstuk volgt een behandeling van de literatuur over de diverse waardering-begrippen en de disconteringsvoet. Dit wordt in hoofdstuk drie gevolgd door een uiteenzetting over waarom woningcorporaties de beleidswaarde hanteren en in welke context we dat moeten plaatsen en hoe corporaties de disconteringsvoet in de beleidswaarde bepalen. In hoofdstuk vier wordt gekeken naar hoe woningcorporaties in de praktijk de beleidswaarde gebruiken en waar zij tegen aanlopen. Na deze behandeling van de theorie en context kunnen er een aantal potentiële oplossingsrichtingen worden benoemd in hoofdstuk vijf. In hoofdstuk zes volgt een uitleg over de toegepaste methodologie. In hoofdstuk zeven wordt de empirische analyse behandeld waarin aan de hand van interviews het probleem wordt getoetst en de mogelijke oplossingsrichtingen worden verkend. Dit wordt gevolgd door een discussie in hoofdstuk acht waarin de inzichten uit de theorie en de opbrengsten van de interviews worden gecombineerd en beoordeeld. In het laatste hoofdstuk komen de deelvragen en hoofdvraag samen om zo tot een conclusie, reflectie en aanbevelingen te komen.

Hoofdstuk 2 – Theorie

2.1 Inleiding

Om te kunnen onderzoeken wat een passende disconteringsvoet is voor de waarde van het corporatievastgoed is een beschouwing van een aantal relevante begrippen noodzakelijk. Er wordt ingegaan op verschillende waardetheorieën en waarderingsmethoden. Vervolgens is er aandacht voor de disconteringsvoet, zowel de rekenkundige functie als de conceptuele interpretatie. Hier worden ook uitvoerig de verschillende methodes om tot een disconteringsvoet te komen behandeld. Tot slot wordt een uitstapje gemaakt naar de publieke en gereguleerde sector. Deze zijn in bepaalde opzichten vergelijkbaar met woningcorporaties en wellicht zijn hier bepaalde ideeën van over te nemen.

2.2 Waardetheorie

In het Van Dale woordenboek wordt waarde omschreven als de betekenis in het economisch verkeer, als ruilmiddel; “dat wat iets aan geld kan opbrengen”. Het waarderen van vastgoed kan gedefinieerd worden als “het vaststellen van de toe te kennen geldelijke waarde aan een bepaald vastgoedobject”(Keeris, 2001, geciteerd in Van Gool, 2013). Taxeren is dan vervolgens het geobjectiveerd schatten van de mogelijke verkoopprijs van een object door een derde, onafhankelijke partij zoals een externe taxateur (Van Gool, 2013). In de praktijk worden deze twee begrippen vaak door elkaar gebruikt. Er zijn veel verschillende redenen om vastgoed te laten taxeren. Bijvoorbeeld het meten van resultaten, rendementsberekeningen, het bepalen van hoeveel vermogen er in welke beleggingen vastzit, en acquisitie, dispositie en renovatie beslissingen (Van Gool et al., 2013). Waarde is een ruim begrip met vele definities en methodes om tot een uitkomst te komen. Voor het bepalen van de waarde van vastgoed kan ook worden gekeken naar hoe de waarde van andere asset classes wordt bepaald. Vastgoed concurreert tenslotte ook met andere beleggingcategorieën zoals aandelen en obligaties en deelt ook een aantal eigenschappen (Berkhout & Zwart, 2018). Vastgoed als een belegging produceert vaak een inkomen, te vergelijken met een dividend of rente uitkering en de belegger loopt het risico op een waardedaling en op tegenvallende inkomsten. Voor al deze beleggingscategorieën is uitgebreide academische literatuur beschikbaar die ver terug in de tijd gaat. Adam Smith legde in 1776 al uit dat de dingen die de grootste waarde in het dagelijks gebruik hebben vaak weinig of geen waarde in het ruilverkeer hebben, sterker nog, de dingen die in het ruilverkeer de grootste waarde kennen hebben in het dagelijks gebruik geregeld het minste nut (vrij vertaald uit *The Wealth of Nations*, 1976). Een van de belangrijkste boodschappen is nog altijd dat de kostprijs, marktprijs en de waarde van een belegging niet perse gelijk aan elkaar zijn. Zo schreef Pierson in 1884: “even als dingen een waarde hebben onafhankelijk van het ruilverkeer, hebben zij ook onafhankelijk van dat verkeer een kostprijs (...) De kostprijs is juist het tegenovergestelde van de waarde; het is de som der offers, die men brengt om een zaak te verkrijgen, terwijl de waarde te kennen geeft, in welke mate een zaak goed voor ons is, hoe hoog wij de voordelen schatten, die haar bezit ons oplevert.” (Pierson, 1884 geciteerd in Berkhout & Zwart, 2018).

2.2.1 Waardebegrippen

Kostprijs, marktprijs en marktwaarde zijn allemaal voorbeelden van waardebegrippen. Een waardebegrip is een denkbeeld over het doel van de te berekenen waarde (Van Gool et al., 2013). Het doel bepaalt uiteindelijk de waarde die een taxateur zal proberen te benaderen. Waar prijzen van bijvoorbeeld aandelen doorlopend worden gepubliceerd door de

aandelenmarkten ligt dat bij vastgoed, en dan met name bij het commerciële vastgoed, anders. De vastgoedmarkt kenmerkt zich door een relatief lage mate van transparantie, waar de details van transacties lang niet altijd bekend worden gemaakt (Berkhout & Zwart, 2018). Ook kenmerkt deze markt zich doordat er vele individuele omstandigheden en omgevingsfactoren zijn die in sterke mate de uiteindelijke prijs van een woning beïnvloeden. Omstandigheden zijn zelden optimaal en daarmee is de vastgoedmarkt als verre van perfect te kwalificeren. Berkhout & Zwart (2018) benoemen een aantal bijzondere factoren voor de vastgoedmarkt: partijen hebben niet altijd voldoende kennis van de markt, partijen vertonen soms irrationeel en onvoorzichtig gedrag en de biedingsruimte wordt vaak bepaald door de wijze van financieren en de financieringsbereidheid van geldverstrekkers. Deze bijzonderheden en de vele doelen die gebruikers, beleggers en andere stakeholders nastreven hebben geleid tot een waaier aan verschillende waardebegrippen. Van Gool et al. (2013) deelt deze op in vijf categorieën: marktwaarde, beleggingswaarde, boekhoudkundige en fiscale waardebegrippen, kostprijsgerelateerde waardebegrippen en tot slot overige waardebegrippen zoals de huurwaarde. De eerste twee begrippen zijn voor dit onderzoek het relevant en worden nader besproken.

Marktwaarde

Bij het bepalen van de marktwaarde wordt de aanname gemaakt dat zowel koper als verkoper een zorgvuldige afweging maken op basis van alle relevante gegevens en omstandigheden, waar beide partijen in gelijke maten over beschikken. Er wordt aangenomen dat beide partijen rationeel handelen (Berkhout & Zwart, 2018). De marktwaarde wordt bepaald door middel van een taxatie. Dit is een (subjectieve) schatting van het bedrag dat in een hypothetische transactie tot stand zou komen. De taxateur maakt dus de aanname dat er voor een onroerend goed een bereidwillige verkoper én koper is die op een bepaalde peildatum tot een transactie komen. De NRV (2021) hanteert de volgende definitie voor marktwaarde:

Het geschatte bedrag waartegen een actief of passief zou worden overgedragen op de waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang.

In de praktijk zijn er vele verschillende marktwaardebegrippen die onderling van elkaar verschillen doordat er vaak afwijkende uitgangspunten en veronderstellingen worden gehanteerd. Denk hierbij aan een taxatie vrij van gebruik of in verhuurde staat, volgens het huidige gebruik of het meest doeltreffende gebruik (Van Gool et al., 2013). Voorbeelden van marktwaardebegrippen zijn: marktwaarde, reële waarde, waarde in het economisch verkeer, leegwaarde, executiewaarde en de WOZ-waarde.

Beleggingswaarde

Naast de marktwaarde kennen we ook het begrip beleggingswaarde. De beleggingswaarde van een object is de waarde voor een bepaalde eigenaar of toekomstige eigenaar voor individuele beleggings- of operationele doeleinden (NRV, 2021). Dit begrip is ook wel bekend als de investment value of als worth. Van Gool et al. (2013) omschrijven de beleggingswaarde als de subjectieve waarde die een potentiële koper of eigenaar zelf aan het object toekent. Het is een eigen, interne waarde die ook zonder tussenkomst van een taxateur kan worden vastgesteld. Worth is de waarde die de belegger zelf aan een object hecht (Berkhout & Zwart, 2018). Dit is een volledig anders uitgangspunt dan een marktwaarde omdat er nu niet wordt uitgegaan van twee bereidwillige partijen, afwezigheid van dwang en persoonlijke omstandigheden. In de praktijk zien we dat in een imperfecte markt zoals het vastgoed partijen allemaal hun eigen informatie en toekomstverwachtingen hebben maar ook verschillende doelen nastreven. Hierdoor ontstaan er in de praktijk verschillen tussen de marktprijs, marktwaarde en de beleggingswaarde. In een perfect functionerende markt zou de hoogte van deze begrippen gelijk aan elkaar zijn.

2.2.2 Waarderingsmethoden

Na het vaststellen van het relevante waardebegrip kan de waarderingsmethode worden gekozen. Bij een waarderingsmethoden draait het om de vraag hoe de taxateur de waarde van een object bepaalt, rekening houdend met het gekozen waardebegrip. Binnen de taxatieliteratuur zijn er grofweg drie stromingen te onderscheiden: de comparatieve benadering, de inkomstenbenadering en de kostenbenadering (Berkhout & Zwart, 2018 en Van Gool et al., 2013). Voor specifiek vastgoed kan daarnaast ook de residuele- of restwaarde-methode of grondquotemethode gebruikt worden (Van Gool et al., 2013). Deze laatste methodes worden vooral gebruikt door projectontwikkelaars en gemeentes. Voor de markt- en beleidswaarde zijn de comparatieve benadering en inkomstenbenadering relevant.

Waarderingsmethode	
Comparatieve benadering (vergelijkbare transactiemethode)	
Directe vergelijkende methode	(Directe verkopen vergelijken)
Direct vergelijkende methode met modellen	(Statistisch en regressie-methoden)
Inkomstenbenadering (kapitalisatiemethoden)	
Multipliemethode	(X-keer-de-huur)
Bruto-aanvangsrendementmethode	(BAR)
Netto-aanvangsrendementmethode	(NAR)
Contantwaardemethode	(DCF-methode)

Tabel 1: Overzicht waarderingsmethodes

Comparatieve benadering

Bij de comparatieve methode wordt gebruik gemaakt van informatie over transacties waarbij objecten betrokken zijn die nagenoeg hetzelfde zijn als het te taxeren object (NRVT, 2021). Hoewel in vrijwel alle andere methodes ook een vergelijking met markttransacties wordt gemaakt wordt het in deze methode vrijwel direct vertaald naar een waarde. Voor deze methode zijn er twee varianten te onderscheiden. In de direct vergelijkende methode wordt de waarde van een object bepaald door het te vergelijken met vergelijkbare objecten in de buurt die recent zijn verkocht. Deze methode wordt veel gebruikt om de waarde van een woning leeg van gebruik te taxeren. De direct vergelijkende methode kan ook aangevuld worden met statistische en regressie-modellen. Op basis van een grote database aan transactiegegevens kan via multiple regressieanalyse een schatting worden gemaakt van de samenhang tussen een aantal variabelen en de marktwaarde van een object (Van Gool et al., 2013). Dit is een nuttige methode als er grote aantallen woningen moeten worden gewaardeerd. Voor verhuurde woningen is deze methode vaak minder geschikt omdat het lastig is om transacties van vrijwel identiek verhuurd vastgoed te vinden. Volgens Van Gool et al., (2013) is deze methode meestal niet geschikt voor waardebegrippen uit de categorie beleggingswaarde, waar de beleidswaarde dus ook onder valt. Voor deze methode is namelijk market evidence nodig van vergelijkbare objecten die volgens vergelijkbare uitgangspunten worden (of zullen worden) geëxploiteerd.

Inkomstenbenadering

In de inkomstenbenadering worden de inkomsten en de uitgaven van het te taxeren object op een rijtje gezet en vervolgens wordt een schatting van de waarde gemaakt door de huurwaarde te kapitaliseren (kapitalisatiemethode) of door toekomstige (in- en uitgaande) kasstromen te verdisconteren (discounted cashflow (DCF) methode). De multipliemethode, ook wel bekend als de x-keer-de-huur methode, de bruto aanvangsrendementmethode en de netto aanvangsrendementmethode zijn voorbeelden van kapitalisatiemethoden. Dit zijn veelal wat eenvoudigere methoden om tot een inkomstenbenadering te komen. Nadeel van deze methodes is dat er vaak alleen gekeken wordt naar de (theoretische) huur op dit moment. Hier

is voor te corrigeren maar het is lastig om dat op een transparante manier te doen. Daarnaast leunen deze methodes sterk op marktbewijs, wat voor een beleggingsbegrip als de beleidswaarde lastig is. De discounted cashflow-methode (DCF) is een uitgebreidere variant van een inkomstenbenadering. In de praktijk zetten taxateurs de marktwaarde die uit het DCF model komt vaak af tegen een waarde verkregen uit de aanvangsrendementmethode. De waardes verkregen uit beide methodes zouden niet te veel van elkaar mogen afwijken. Dit is een nuttige manier om de uitkomsten van het DCF model te controleren (Vlek et al., 2018). Bij Nederlandse institutionele beleggers wordt zo'n 85% van de woningcomplexen gewaardeerd met behulp van de DCF-methode (Van Gool et al., 2013).

Discounted cashflow methode

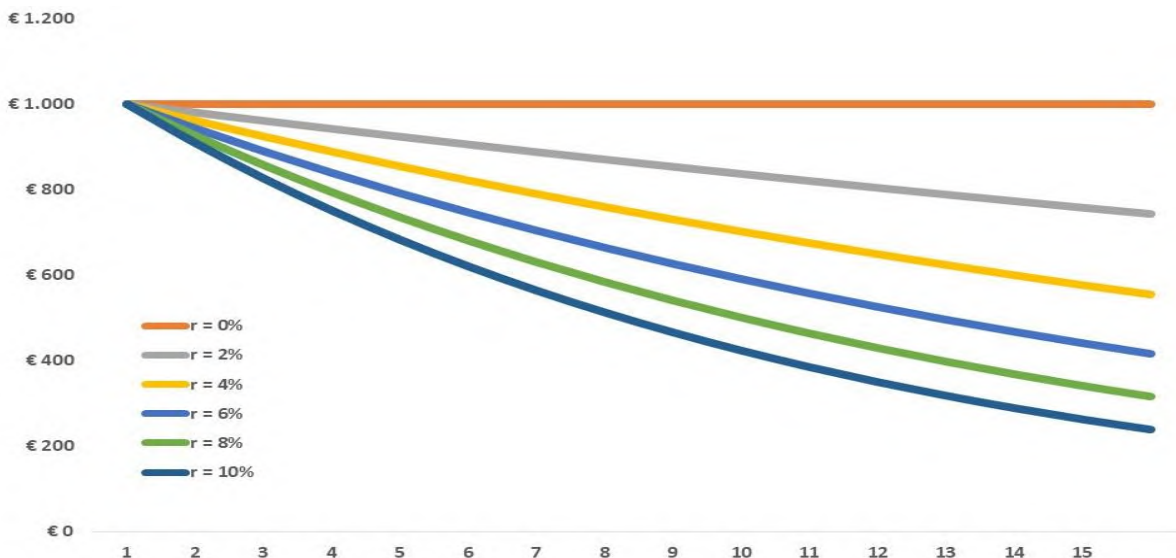
Een geavanceerdere variant van de inkomstenbenadering is de discounted cashflow methode. In NRVV (2021) wordt de DCF methode als volgt gedefinieerd: bij toepassing van de DCF-methode wordt de verwachte kasstroom door discontering teruggerekend tot de waardepeildatum, hetgeen resulteert in een contante waarde van het object. Het gaat hier om zowel ingaande als uitgaande kasstromen. In formulevorm ziet dit er als volgt uit:

$$\text{Marktwaarde} = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Het voordeel van de DCF-methode is dat het meer inzicht geeft in de inputgegevens en aannames die worden gemaakt. Alle inkomsten maar ook alle uitgaven kunnen worden gemodelleerd. Zo kunnen verkopen (uitponden) en zaken als erfpacht goed in de berekening worden verwerkt. Daarnaast is het mogelijk om op een transparante manier met verschillen tussen de huidige huur en markthuur, incentives en leegstand om te gaan. Ook is het mogelijk om verschillende kasstromen met verschillende indexatiereeksen te indexeren. Deze methode is ook zeer geschikt om te gebruiken voor vastgoed met sterk variërende kasstromen. Groot voordeel is ook dat aannames transparant zijn. Het model is ook goed na te rekenen. De DCF-methode kent ook nadelen. Het model kan zeer uitgebreid worden, wat het inschatten van alle variabelen een uitdaging maakt. Aangezien de meeste modellen werken met een exploitatieperiode van tien of vijftien jaar is het nodig om een eindwaarde te schatten, dus een schatting over wat het object waard is over vijftien jaar. Dat is niet eenvoudig. Een ander nadeel is dat de benodigde disconteringsvoet niet direct uit de markt is af te leiden. Een andere lastigheid is dat risico's al snel dubbel worden meegenomen in het model. Eerst een keer bij het bepalen van de kasstromen en vervolgens nog een keer bij het vaststellen van de disconteringsvoet. In de volgende paragraaf wordt dieper ingegaan op de functie van de disconteringsvoet en waarom het zo lastig is om deze vast te stellen.

2.3 De disconteringsvoet

De functie van de disconteringsvoet is om toekomstige inkomsten en uitgaven contant te maken naar het heden. De uiteindelijke waarde is dan een optelsom van die contant gemaakte toekomstige inkomsten en uitgaven. Vastgoedinvesteringen kenmerken zich door een lange gebruiksduur dus het element tijd is zeer belangrijk bij het rekenen aan vastgoed (Vlek et al., 2018). Bij een DCF-waardering is de disconteringsvoet onmisbaar, zeker als er wordt uitgegaan van een eeuwigdurende exploitatie. Zonder disconteringsvoet zouden toekomstige kasstromen namelijk tot het oneindige mee blijven tellen. De opbrengst, en dus de waarde van de woningen, zouden dan ook oneindig zijn. Door te verdisconteren is dat te voorkomen. De disconteringsvoet moet dan wel minimaal hoger zijn dan de stijging (indexering) van de kasstromen. De hoogte van de disconteringsvoet heeft een zeer grote impact op de uiteindelijke waarde van het object. In figuur 2 is de waarde van een maandhuur van € 1.000,- berekend voor een aantal verschillende disconteringsvoeten en periodes (in jaren).



Figuur 2: illustratie van de impact van de disconteringsvoet

In de disconteringsvoet komen twee afwegingen van beleggers tot uiting. Namelijk de waarde van tijd en de prijs van risico. Voor beleggers is een euro vandaag over het algemeen meer waard dan een euro in de toekomst. Met andere woorden, beleggers hebben een tijdsvoorkeur voor geld. Beleggers zouden namelijk die euro in de tussentijd ook kunnen beleggen in een andere woning of zelfs een geheel andere beleggingscategorie zoals een aandeel of obligatie. Stel de belegger kan € 1.000,- investeren in een Nederlandse staatsobligatie met een rente van 3%. Na een jaar is zijn investering aangegroeid tot € 1.030,-. De contante waarde van deze belegging is dan € 1.000,-. Die 3% is de opportunity cost of capital van het beleggen in vastgoed. Omdat obligaties als deze als zeer veilig te boek staan wordt dit ook wel het risicovrije rendement genoemd. Beleggers zullen voor beleggingen die bestaan uit kasstromen met een vergelijkbaar risicoprofiel genoeg nemen met een vergelijkbare vergoeding. In de praktijk zal vastgoed echter niet exact hetzelfde risicoprofiel hebben als een Nederlandse staatsobligatie. De belegger zal voor vastgoed dus nog een extra rendement bovenop die 3% eisen. In deze opslag komt de prijs van risico tot uiting.

Vlek et al., (2018) definiëren risico als “een positieve of juist negatieve afwijking van het te verwachte resultaat als gevolg van mogelijke, maar wel te beoordelen, gebeurtenissen”. Als de belegger of taxateur deze kansen, en de consequenties van deze gebeurtenissen, niet kan inschatten en beoordelen dan is er sprake van onzekerheid en niet risico volgens Vlek et al, (2018). Niet iedereen maakt dit onderscheid tussen risico en onzekerheid zo strikt. Een veel gebruikte maatstaf voor risico is de standaarddeviatie. Met de standaarddeviatie is het risico van beleggingen te kwantificeren door te kijken in hoeverre behaalde, historische rendementen van elkaar verschillen (Van Gool et al, 2013). Er wordt dan een berekening gemaakt van de gemiddelde gekwadraterde afwijking ten opzichte van het langetermijngemiddelde van de belegging. Een hogere standaarddeviatie impliceert een grotere spreiding van de mogelijke toekomstige rendementen. Het te behalen rendementen is dus risicovoller. Bij het gebruik van de standaarddeviatie als risicomatstaf zijn wel wat kanttekeningen te plaatsen. Door het gebruik van historische rendementen geeft het vooral een beeld van het verleden terwijl de toekomst door allerlei ontwikkelingen een andere trend kan volgen. Daarnaast neemt De standaarddeviatie zowel afwijkingen naar boven als naar beneden mee. De belegger zal echter vooral de afwijkingen naar beneden als vervelend beoordelen, het rendement ontwikkelt zich dan beneden verwachting. Afwijkingen naar boven zijn juist gunstig. Dit kan worden ondervangen door bijvoorbeeld gebruik te maken van de semi-variantie. Dan kijkt de belegger alleen naar die rendementen die lager zijn dan een zelf gekozen drempel (Van Gool et al, 2013).

De grote vraag is nu nog hoe hoog die disconteringsvoet moet zijn. Om dit te bepalen is het allereerst belangrijk om te bepalen wat voor waardebegrip er gehanteerd wordt. Als het doel is om een marktwaarde te berekenen dan dient de disconteringsvoet te worden afgeleid uit recente transacties van relevante referentieobjecten (Van Gool et al, 2013). Voor het bepalen van een beleggingswaarde zijn de meningen verdeeld. Volgens Van Gool et al, (2013) dient te worden aangehaakt op het vereiste rendement op het eigen vermogen van de belegger of gebruiker die een beleggingswaarde wilt berekenen. Geltner (2014) redeneert echter dat ook voor een beleggingswaarde moet worden aangesloten op de marktconforme disconteringsvoet en dat verschillen alleen in de kasstromen terug mogen komen. Geltner (2014) beargumenteert dit door aan te geven dat geen enkele belegger een unieke risicopreferentie heeft maar dat ze allemaal toegang hebben tot dezelfde kapitaalmarkten en ook allemaal worden blootgesteld aan de prijzen en risico's in dezelfde markt.

2.4 Methodes om de disconteringsvoet te bepalen

Er worden in de praktijk verschillende methodes gebruikt om de hoogte van de disconteringsvoet te bepalen.

- Een waargenomen of afgeleid rendement
- Enquêtes
- Op basis van het verwachte rendement van de huidige, eigen portefeuille
- Een gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet
- Een opbouwmethode

Waargenomen of afgeleid rendement

In deze veel gebruikte methode wordt de disconteringsvoet bepaald door te kijken naar transacties van vergelijkbare objecten. In NRVV (2021) wordt voorgeschreven dat allereerst het doel van de taxatie moet worden bepaald. Als het doel van de taxatie is om de marktwaarde te bepalen dan kan de disconteringsvoet worden afgeleid van de waargenomen rendementen die impliciet tot uitdrukking komen in de prijs die wordt betaald in marktconforme transacties. Men kijkt dus naar een marktprijs en berekent op basis van een aantal bekende variabelen welke disconteringsvoet er nodig is om tot die marktprijs te komen. In de praktijk komt het er vaak op neer dat een taxateur eerst middels een BAR of NAR-methode de marktwaarde vaststelt om vervolgens middels doelzoecken de disconteringsvoet voor het DCF-model te bepalen (Van Gool et al., 2013).

Enquêtes

Dit is met name een bruikbare optie als er een marktwaarde moet worden vastgesteld. In deze methode wordt een groep beleggers gevraagd hun toekomstverwachtingen te delen. Op basis van deze informatie kan een marktconforme disconteringsvoet worden opgesteld. Het voordeel van deze methode is dat er gevraagd wordt naar toekomstverwachtingen. Dit terwijl de meeste andere methodes vooral gebaseerd zijn op historische gegevens.

Op basis van het verwachte rendement van de huidige, eigen portefeuille

In deze methode wordt de rendementseis bepaald op basis van een inschatting van het rendement dat de komende jaren van de huidige portefeuille wordt verwacht. Het directe rendement (dus gerelateerd aan de huurinkomsten en de kosten) is over het algemeen goed in te schatten. Lastiger is het om een inschatting te maken van het indirecte rendement, dus de waardeontwikkeling van het vastgoed. Dit is een bruikbare methode als de nieuwe investering niet heel veel afwijkt van de bestaande vastgoedportefeuille.

Gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet

In deze methode wordt er gekeken naar de kosten van zowel het eigen vermogen als van het vreemd vermogen. Deze methode is ook wel bekend als de weighted average cost of capital (WACC). In deze methode worden de gewogen gemiddelde kapitaalkosten berekend (eventueel gecorrigeerd voor belastingen). In formulevorm ziet dit er als volgt uit:

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{eq} r_{eq}$$

w_d en w_{eq}	= het gewicht van het vreemd vermogen en het gewicht van het eigen vermogen
r_d	= de rentekosten van het vreemd vermogen (leningportefeuille)
r_{eq}	= de kosten van het eigen vermogen
T	= Het marginale belastingtarief

Aandachtspunten bij deze methode zijn dat er geen rekening wordt gehouden met specifieke risico's van de te beoordelen investering. Het is een algemene rendementseis voor de belegger die vooral bruikbaar is als de investering niet veel afwijkt van de bestaande portefeuille. Bij het bepalen van de rentekosten is het nog de vraag of er moet worden gekeken naar de rentekosten van de huidige portefeuille of naar de toekomstige rentekosten. Dat eerste is eenvoudig maar de tweede optie is lastiger. Nog lastiger is het bepalen van de kosten van het eigen vermogen. Van Gool et al. (2013) noemt marktbevis en het simpelweg vragen aan de vermogensverschaffers als optie. In de praktijk wordt voor het bepalen van het rendement op het eigen vermogen ook regelmatig het CAPM gebruikt, waar later in dit hoofdstuk op wordt ingegaan.

Opbouwmethode

In de opbouwmethode (ook wel stapelmethode genoemd) is het vertrekpunt het risicovrije rendement. Meestal is dit op basis van het gemiddelde rendement op staatsobligaties met een looptijd die vergelijkbaar is met de beschouwingsperiode van de investering. Soms wordt in plaats van naar de obligatie zelf gekeken naar daaraan gerelateerde swaps (Van Gool et al., 2013). Dit risicovrije rendement wordt vervolgens verhoogd met een risico-opslag. Deze opslag kan via een aantal methodes worden bepaald:

- Nattevingermethode
- Methode van de historische rendement/risicoverhoudingen
- Risicoverhoudingsmethode
- Methode waarbij de bèta wordt bepaald conform CAPM

Nattevingermethode

In deze methode bepaalt de belegger in een aantal stappen een risico opslag. In de praktijk wordt er veelal een algemene vastgoedopslag gerekend plus een opslag voor de categorie binnen vastgoed (kantoren, winkels, woningen etc.) en als laatste nog een specifieke opslag voor het object zelf. De belegger onderbouwt de opslagen niet tot achter de komma maar kijkt vooral ook naar wat andere beleggers doen en wat er in de markt aan rendementen worden behaald (Van Gool et al., 2013).

Risicoverhouding tussen vastgoed en andere beleggingscategorieën

In de methode wordt gekeken naar het historische rendement en risico van de belegging in vergelijking met andere beleggingscategorieën. Als de beleggingscategorie van het object dat gewaardeerd wordt historisch gezien een rendement kent van 9% en staatsobligaties 7% dan zou er gekeken kunnen worden naar het te verwachten rendement van een huidige staatsobligatie. Als dat op dit moment 3% is dan verhoogt de belegger dit vervolgens met 2% om zo tot een rendementseis van 5% te komen. Het nadeel van deze methode is dat de historische verhouding niet altijd wat zegt over de te verwachte verhouding (Van Gool et al., 2013). Risico/rendementsverhoudingen van een beleggingscategorie kunnen blijvend zijn veranderd.

Risicoverhouding ten opzichte van de eigen portefeuille

In deze methode wordt de risico-opslag bepaald door het ingeschatte risico van de nieuwe investering te vergelijken met het te verwachte risico van de huidige totale portefeuille van de belegger. De belegger maakt dus een inschatting van het relatieve risico van de te beoordelen investering. In formulevorm zit dit er als volgt uit:

$$= \left(\frac{\delta_i}{\delta_p} \right) (ER_p - R_f)$$

δ_i = het risico van de investering i

δ_p = het risico van de totale portefeuille

ER_p = het verwachte rendement van de totale portefeuille

R_f = het risicovrije rendement

Oftewel, als de nieuwe investering vergelijkbaar is met de bestaande portefeuille dan moet de disconteringsvoet ook gelijk zijn. Wijkt het risicoprofiel af dan dient hiervoor te worden gecorrigeerd. Nadeel van deze methode is dat er geen rekening wordt gehouden met mogelijke diversificatiepotentie van bepaalde investeringen (Van Gool et al., 2013). Dit laatste is overigens bij wel meer methoden een beperking.

Een risico-rendementsmodel zoals bijvoorbeeld het Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Bij deze methode kijkt de belegger naar de bèta (β) van de mogelijke investering. De bèta is een uitdrukking van de verhouding tussen het (systematische) risico van de investering en het (systematische) risico van de markt, waarbij ook rekening wordt gehouden met de correlatie tussen beiden (Van Gool et al., 2013). Hoewel het in theorie mogelijk is om dit te doen op basis van toekomstverwachtingen wordt er in de praktijk vooral veel gebruik gemaakt van historische gegevens (Van Gool et al., 2013). Deze methode ziet er in formulevorm als volgt uit:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times (ER_m - R_f)$$

$E(R_i)$ = het vereiste rendement op de investering i

R_f = het risicovrije rendement

β_i = de bèta, oftewel het (systematische) risico van de investering i

ER_m = het verwachte marktrendement

Het laatste deel van de vergelijking ($ER_m - R_f$) is de marktrisicopremie. Hoeveel van die premie er precies moet worden toegekend aan de investering is afhankelijk van hoe deze investering zich verhoudt tot de markt. Die verhouding komt tot uitdrukking in de bèta. De bèta is afhankelijk van de variantie op de markt en de covariantie tussen markt en de belegging. Voor de covariantie wordt er gekeken naar de spreiding tussen het rendement van de markt en het rendement van de investering. Bij een positieve correlatie is dit een positief getal, bij een negatieve correlatie een negatief getal en bij vrijwel geen correlatie zal dit 0 zijn. De variantie van het marktrendement is een maatstaf voor de breedte van de statistische verdeling van dit rendement. Als de afzonderlijke rendementen veel van elkaar verschillen is de variantie hoog. De verhouding tussen de covariantie en de variantie zegt iets over in hoeverre de investering in lijn is met de markt. Bij een bèta van 1 beweegt de investering perfect met de markt mee. Het risico is dan gelijk aan het niet weg te diversifiëren marktrisico. Bij een bèta van 1,5 is de investering 50% risicovoller dan de markt en bij 0,5 juist 50% minder risicovol. Deze bèta kan berekend worden volgens de volgende formule:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

β_i = de bèta, oftewel het (systematische) risico van de investering i

$Cov(r_i, r_m)$ = de covariantie tussen het rendement van de investering i en van de markt m

$Var(r_m)$ = de variantie van het marktrendement m

CAPM is een veel gebruikte methode in de internationale beleggingswereld die bij het beoordelen van investeringen en samenstellen van beleggingsportefeuilles gebruikt wordt. Er zijn wel wat uitdagingen bij het toepassen van deze methode. Zoals bij de meeste economische theorieën is ook hier weer de aanname van perfect functionerende markten een belangrijk uitgangspunt. We weten echter al dat dit, zeker bij vastgoed, lang niet altijd het geval is. Voldoende, relevante historische gegevens is dan ook een grote uitdaging bij vastgoed (Van Gool et al., 2013). Daarnaast zijn specifieke risico's van het object in de praktijk lang niet altijd weg te diversifiëren. Afhankelijk van de heterogeniteit van de portefeuille en de bijzonderheden van specifieke objecten kan dit problematisch zijn. Bij het gebruik van historische gegevens is het ook altijd weer de vraag wat het verleden zegt over de toekomst. Dit laatste is voor Van Gool et al. (2013) een reden om deze methode niet aan te bevelen voor vastgoed.

2.5 Non-profit & gereguleerde sectoren

Bovenstaande behandeling van waardetheorie, begrippen en methodes had betrekking op vastgoed in het algemeen. De behandelde methodes worden breed ingezet door commerciële partijen. Op de vastgoedmarkt zijn echter ook non-profit partijen aanwezig, waaronder uiteraard de woningcorporaties. Voor deze partijen zijn commerciële begrippen als de marktwaarde niet altijd even bruikbaar. Hun beleidskeuzes wijken regelmatig sterk af van de keuzes die een op winst georiënteerde belegger zou maken. Om deze keuzes inzichtelijk te maken en om vastgoedbeslissingen te kunnen maken op basis van hun eigen beleid is het soms nodig om alternatieve waardebegrippen en taxatiemethodes te hanteren. Hier is dan veelal ook een alternatieve disconteringsvoet voor nodig. Op twee van deze alternatieven wordt hieronder ingegaan. De woningcorporaties zelf worden in het derde hoofdstuk besproken.

Maatschappelijke kosten-batenanalyses (MKBA's)

De overheid stelt voor het beoordelen van projecten en beleid regelmatig een maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA) op. In zo'n analyse wordt getracht om de positieve én negatieve effecten op de welvaart in te schatten. Deze methode werd in het begin vooral gebruikt voor infrastructurele projecten maar tegenwoordig wordt het ook ingezet voor projecten op het gebied van ICT, onderwijs, sociaal domein en gebiedsontwikkeling (Mouter, 2013). Na het inschatten van de welvaartseffecten worden deze per jaar in geld uitgedrukt. Vervolgens worden die geldstromen teruggerekend naar een basisjaar. Voor deze laatste stap maakt men gebruik van een maatschappelijke disconteringsvoet. Dit wordt gedaan om tot uitdrukking te laten komen dat investeren een afweging is tussen welvaart nu en welvaart in de toekomst (Ministerie van Financiën, 2020). De overheid definieert de maatschappelijke disconteringsvoet als het "minimaal vereiste rendement op een project of van beleid vanuit maatschappelijk perspectief" (Ministerie van Financiën, 2020). Als uit een MKBA blijkt dat het te verwachte rendement hoger is dan de maatschappelijke disconteringsvoet dan stijgt de welvaart als het project of beleid wordt uitgevoerd, is het lager dan daalt de welvaart. Deze disconteringsvoet bestaat uit twee delen. De risicovrije disconteringsvoet en de risicopremie. De risicopremie is de maatschappelijk geëiste vergoeding voor het projectrisico.

De maatschappelijke disconteringsvoet wordt vastgesteld aan de hand van drie bronnen (Ministerie van Financiën, 2020). Er wordt gekeken naar het rendement dat Nederlandse huishoudens eisen op hun vermogen en het geëiste rendement van bedrijven voor investeringen in Nederland. Als tweede wordt er gekeken naar de reële risicovrije rente en de risicopremie op verschillende beleggingscategorieën in de markt. Als laatste gebruikt men inzichten uit de theorie over de Ramsey-regel. De Ramsey-regel is een welvaartstheorie die gebruikt kan worden om een maatschappelijke disconteringsvoet te berekenen. Hier wordt de

vraag gesteld hoeveel extra consumptie in de toekomst nodig is om een verlies aan consumptie in het heden (omdat je moet investeren) te compenseren (Ministerie van Financiën, 2020). Uiteindelijk is de maatschappelijke disconteringsvoet een combinatie van te observeren rendementseisen en normatieve keuzes van een aantal experts. Consumptie is hier een heel breed begrip waaronder consumptie van goederen en diensten valt maar ook zaken als vrije tijd, natuur, woonomgeving en gezondheid. De Ramsey-regel gaat uit van drie verschillende motieven om toekomstige kosten en baten te verdisconteren (zie het rapport Werkgroep Discontovoet 2020 voor een uiteenzetting). Het wordt berekend met een aangepaste versie van het CAPM. Lastigheid bij het toepassen van deze methode is dat niet alle inputgegevens te observeren zijn. Er moet een schatting worden gemaakt. Deze schatting is daarnaast ook nog eens normatief. Dit houdt in dat afhankelijk van bepaalde ethische voorkeuren iemand een hoge of lage schatting zal hebben. Dit komt met name tot uiting bij het vaststellen van de tijdsvoorkeur die in de disconteringsvoet terugkomt. Met andere woorden, hoeveel zou de huidige generatie moeten opgeven voor het nut van toekomstige generaties. Een vraagstuk dat met de huidige energietransitie alleen maar relevanter is geworden.

Deze drie bronnen, rendementseisen van zowel huishoudens als bedrijven en de Ramsey-regel, vormen uiteindelijk de onderbouwing voor de maatschappelijke disconteringsvoet. De Werkgroep discontovoet gebruikt dit om een aanbeveling te doen. Bij meerdere stappen in dit proces worden naar inzicht van de Werkgroep (normatieve) keuzes gemaakt. Zo worden veelal gemiddeldes over langere periodes gebruikt om te voorkomen dat de disconteringsvoet te gevoelig wordt voor korte termijn fluctuaties in de markt. De afgelopen jaren was er bijvoorbeeld ook discussie over hoe om te gaan met de historisch lage rente op risicovrije obligaties. In eerste instantie is hier gekozen om niet helemaal met de markt mee te gaan en dus een iets hogere rentevoet te hanteren. In een update, en nadat die lage rente langdurig bleek te zijn, is dit weer losgelaten. Deze ingrepen op wat er in de (huidige) markt wordt geobserveerd worden gemotiveerd door de lange beschouwingsperiodes en het maatschappelijke nut van de projecten die moeten worden doorgerekend. Hier wordt dus bewust gekozen om af te wijken van economische modellen die in de (beleggers)markt gebruikelijk zijn.

Gereguleerde activiteiten

Voor bepaalde economische activiteiten stelt de overheid soms een maximaal te behalen rendement op, de zogenaamde rendementsregulering (Boot & Ligterink, 2011). Het gaat dan met name om activiteiten uitgevoerd door bedrijven die veel kenmerken hebben van een monopolie. Denk aan Schiphol, telefonienetwerkbedrijven, hoogspanningsnetwerken en drinkwaterbedrijven. Op deze manier streeft de overheid ernaar dat consumenten en andere bedrijven worden beschermd tegen excessieve prijsniveaus voor diensten en producten waar ze vrijwel geen alternatieven voor hebben. De overheid, vaak een toezichthouder binnen een sector of de Autoriteit Consument & Markt (ACM), stelt dan een rendement op voor het desbetreffende bedrijf of sector, als het ware het een concurrerende markt zou zijn en vergelijkt dit vervolgens met het daadwerkelijk behaalde rendement. Een te hoog behaald rendement zou kunnen wijzen op misbruik van de monopoliepositie. De overheid zoekt hier een balans tussen enerzijds het voorkomen van machtsmisbruik en aan de andere kant het blijven verschaffen van voldoende economische prikkels om bepaalde activiteiten en investeringen uit te laten voeren door de markt.

Voor het bepalen van het maximaal te behalen rendement wordt veelal gebruik gemaakt van de hierboven al beschreven CAPM en WACC. De toezichthouder kijkt naar het marktrisico van de te onderzoeken activiteit en gebruikt deze bevinding om een opslag te rekenen bovenop het risicovrije rendement. Men maakt vervolgens de aanname dat de desbetreffende economische

activiteit een losstaand bedrijf vormt. Vervolgens moet er een inschatting worden gemaakt van het rendement dat beleggers en verstrekkers van leningen zouden eisen voor de financiering van een dergelijk bedrijf in de markt. Dit rendement is afhankelijk van de bèta van de activiteit, dus hoeveel marktrisico er wordt gelopen. Hier wordt overigens alleen gekeken naar de gereguleerde activiteiten. Het kan ook zijn dat de desbetreffende onderneming daarnaast nog andere activiteiten onderneemt. Het risicoprofiel van de volledige onderneming is hier niet relevant, het gaat alleen om de gereguleerde activiteit.

Hoe de WACC voor gereguleerde activiteiten exact wordt berekend kan verschillen per toezichthouder, sector en bedrijf. Boot & Ligterink (2011) doen wel een suggestie en geven een aantal kanttekeningen mee. Zij stellen voor om de kosten van het eigen vermogen te bepalen aan de hand van het CAPM. Voor het berekenen van de onderliggende parameters van het CAPM geven zij een aantal suggesties. Voor de risicovrije rente (R_f) benadrukken zij het belang van de looptijd. Hierbij is het zaak om aan te sluiten op de looptijd van de te onderzoeken activiteiten. Voor de marktrisicopremie ($ER_m - R_f$) wordt veelal gekeken naar de historische vergoeding van de marktportefeuille, dus een mandje van alle beleggingen die in de markt beschikbaar zijn. Bij het bepalen van de exacte hoogte hebben Boot & Ligterink (2011) nog wel een waarschuwing. Historische schattingen van de marktrisicopremie hebben namelijk de neiging onverklaarbaar hoog te zijn. Hier geven zij twee verklaringen voor. Allereerst wordt deze premie vaak bepaald op basis van Amerikaanse aandelenrendementen. Deze vallen echter hoog uit in vergelijking met andere landen doordat deze markt vrijwel geen grote verstoringen heeft gehad. Dit is dus een vorm van survivorship bias. Een tweede verklaring is dat beleggers in de loop der jaren door de toenemende welvaart minder risicoavers zijn geworden. Dit heeft prijzen in het verleden omhoog gejaagd omdat beleggers bereid waren meer te betalen. Dit is dan weer terug te zien in de hoge historische rendementen. Naar de toekomst toe nemen beleggers vervolgens echter genoeg met juist een lager rendement. Boot & Ligterink (2011) concluderen dan ook dat het absoluut vaststellen van de marktrisicopremie eigenlijk niet te doen. Het is een combinatie van preferenties van beleggers, de risicoaversie en algemene economische en maatschappelijke omstandigheden.

Voor de bèta raden zij aan om de historische correlatie tussen de onderneming in kwestie en de markt als maatstaf te gebruiken. Dit kan alleen als er redelijke wijs verwacht kan worden dat de activiteit in kwestie in de toekomst niet heel veel anders met de markt zal meebewegen. Indien dit niet mogelijk is, als er geen beursnotering is of als slechts een gedeelte van de onderneming zich met die gereguleerde activiteiten bezig houdt, dan kan men kijken naar een mandje van vergelijkbare ondernemingen die wel een beursnotering hebben. Deze ondernemingen moeten dan wel een vergelijkbaar risicoprofiel hebben. Eventueel kan er nog gecorrigeerd worden voor verschillen in de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen. Voor de kosten van het vreemd vermogen raden zij aan om niet het couponrendementen van de leningportefeuille over te nemen omdat dit geen rekening houdt met het faillissementsrisico. Zij raden aan om dit te benaderen door op basis van de credit rating een opslag te berekenen. Voor de verhouding van eigen vermogen en vreemd vermogen kan het beste worden gekeken naar het eigen en vreemd vermogen op basis van marktwaarde. Daarnaast speelt hier nog de vraag of er moeten worden gekeken naar de huidige verhouding of naar de gewenste verhouding die de onderneming voor ogen heeft op termijn. Boot & Ligterink (2011) zijn van mening dat zulke ondernemingsafwegingen bij gereguleerde ondernemingen eigenlijk niet mee mogen spelen. Beter is het om een genormeerde verhouding te hanteren op basis van de sector waarin de te onderzoeken activiteiten plaatsvinden. De ACM hanteert deze aanpak ook in de praktijk. Voor bijvoorbeeld drinkwaterbedrijven wordt niet uitgegaan van de individuele verhouding maar van een gemiddelde van een peergroep van Europese drinkwaterbedrijven. (ACM, 2021)

Naast suggesties voor hoe de WACC en het CAPM toe te passen geven Boot & Ligterink (2011) ook nog een waarschuwing af bij het gebruik. Deze twee concepten zijn namelijk dusdanig theoretisch dat een vertaling naar de praktijk zeer lastig is. De aannames dat iedereen gelijke verwachtingen heeft over de toekomst en dat beleggers vrij zijn van transactiekosten of belastingen op hun beleggingen zijn in de praktijk niet waar te maken. Over de bèta zelf merken zij op dat dit alleen het marktrisico meet maar dat een onderneming daarnaast nog veel meer risico's loopt. Ondernemingsspecifiek risico wordt hierin niet meegenomen maar is voor ondernemingen én beleggers in de praktijk wel degelijk relevant. In het CAPM wordt de aanname gemaakt dat zulke risico's te diversifiëren en dat er daarom geen vergoeding tegenover hoeft te staan. In de praktijk zal een ondernemer juist ook kijken naar het ondernemingsspecifieke risico want ook dat risico, of zelfs juist dat risico, kan de ondergang van een onderneming betekenen. Een voorbeeld van zulke risico's is wijzigingen in overheidsbeleid die nadelig uitvallen voor de onderneming in kwestie. Door voor de bepaling van de hoogte van het geëiste rendement alleen naar het marktrisico te kijken wordt het daadwerkelijke risico onderschat en zal er een te laag rendement worden geëist.

2.6 Conclusie

Waar de marktwaarde een uit de markt te herleiden waarde betreft is de beleidswaarde een subjectieve (beleggings)waarde die de eigenaar zelf aan een object toekent. Voor het bepalen van de disconteringsvoet worden in de praktijk vele methodes gehanteerd. Grootste uitdaging is het kunnen onderbouwen van de disconteringsvoet. Voor een marktwaarde is deze meestal nog wel te herleiden uit de markt maar voor een beleggingswaarde die sterk afhangt van de (toekomstige) eigenaar wordt het al snel subjectief. Hier zijn wel methodes voor maar hoe sterker de eigenaar of gebruiker afwijkt van de markt des te lastiger het is. Uit de non-profit sector en van gereguleerde activiteiten zijn een aantal methoden in kaart gebracht die, met de nodige kanttekeningen, uitsluitel kunnen bieden.

Hoofdstuk 3 – Woningcorporaties

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de context waarin woningcorporaties opereren uiteengezet. Nederland kent een lange geschiedenis van volkshuisvesting en deze geschiedenis bepaalt voor een groot deel de keuzes die uiteindelijk tot de markt- en beleidswaarde hebben geleid. Deze twee begrippen worden vervolgens uitgebreid besproken waarbij nadrukkelijk aandacht is voor hoe de disconteringsvoet tot stand komt. Tot slot wordt het beoordelingskader van de toezichthouders besproken en de rol die beide waardebegrippen daarin spelen.

3.2 Woningcorporaties

Woningcorporaties zijn in Nederland aan het einde van de negentiende eeuw ontstaan. In eerste instantie was het een reactie op de uitwassen van de industrialisatie en verstedelijking (Custers et al., 2017). In het begin waren dit veelal lokale initiatieven vanuit religieuze overtuiging, kapitalistische filantropie of juist socialistische bewegingen. In 1901 ging de rijksoverheid zich nadrukkelijker met huisvesting bemoeien wat leidde tot de invoering van de eerste woningwet. Met deze wet werd ook geregeld dat de overheid leningen ter beschikking zou stellen voor goedgekeurde woningbouwverenigingen. Deze verenigingen werden ook wel bekend als zogenaamde ‘toegelaten instelling’. Een begrip dat nog steeds wordt gehanteerd. In de negentig jaar daarna werd de greep van de overheid op de volkshuisvesting steeds groter. 1995 was echter een keerpunt met de zogenaamde brutering van de volkshuisvesting, ook wel bekend als de operatie Heerma. Hierbij werden de woningcorporaties verzelfstandigd. Kort gezegd kwam het er op neer dat alle uitstaande leningen van corporaties en de al toegezegde subsidies tegen elkaar werden weggestreept. Woningcorporaties moesten vanaf nu zelf hun broek ophouden en ook zelf buiten de overheid hun externe financiering ophalen. Tegelijkertijd kregen ze ook meer vrijheid op bestuurlijk vlak. In de jaren daarna gingen corporaties meer ondernemen en werden de opvattingen over wat de taken van een woningcorporatie zijn opgerekt. De ene corporatie ging daar verder in mee dan de ander en dit ook met wisselend succes. Een deel van de corporaties ging zich meer gedragen als ondernemingen en het marktdenken kwam nadrukkelijker op de voorgrond. Begrippen als marktwaarde, vastgoedsturing, assetmanagement en rendementsdenken werden geïntroduceerd. In deze periode ging Brussel zich ook roeren. Daar vond men dat woningcorporaties met staatssteun woningen verhuren aan te hoge inkomens wat zou leiden tot oneerlijke concurrentie. Dit leidde tot de introductie van het passend toewijzen en de splitsing van de volkshuisvestelijke sociale activiteiten (wat vervolgens DAEB ging heten, Diensten van Algemeen Economisch Belang) en commerciële activiteiten (niet-DAEB). Rond deze tijd kwam er vanuit de samenleving en politiek ook een tegenreactie. Sommige corporaties schoten te ver door en hier en daar leidde het ook tot ongelukken. Uiteindelijk mondde dit uit in een parlementaire enquête en een nieuwe woningwet waarin de overheid de teugels weer aantrok en corporaties werden gedwongen om terug te gaan naar hun kerntaken. Legitimiteit, transparantie en verantwoording werden cruciaal. Dit werd geflankeerd met stevige financiële ingrepen waarbij corporaties stapsgewijs steeds meer belastingen zijn gaan afdragen. Vanaf 2021 lijkt, onder druk van een wooncrisis, deze beweging weer wat gekeerd te worden.

3.3 Marktwaarde

Met de nieuwe woningwet van 2015 kwam ook het waardebegrip marktwaarde in verhuurde staat centraal te staan. In de Woningwet is opgenomen dat toegelaten instellingen voor de

jaarrekening het vastgoed in exploitatie dienen te waarderen op actuele waarde, dat vervolgens wordt gedefinieerd als marktwaarde. In het Besluit Toegelaten Instellingen volkshuisvesting (BTIV) en de Regeling Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (RTIV) worden de nadere voorschriften uiteengezet die corporaties moeten volgen bij het vaststellen van de marktwaarde. Het Handboek Marktwaarde is daar het resultaat van. Bij het toepassen van het Handboek hebben corporaties de keuze tussen de full versie en de basis versie. In basis versie vult de corporatie alle objectgegevens in en vervolgens wordt er met de rekenregels uit het Handboek een marktwaarde bepaald. Deze berekening levert een marktwaarde op die bruikbaar is op portefeuilleniveau. Op complexniveau is deze waardering echter niet altijd bruikbaar voor vastgoedsturing. Daarom biedt het Handboek ook ruimte om af te wijken van deze basis versie. Met het toepassen van de full versie heeft de corporatie de vrijheid om op een aantal vrijheidsgraden af te wijken van het Handboek. Dit moet wel altijd gebeuren met tussenkomst van een externe taxateur. In een aantal specifieke gevallen is het zelfs verplicht om de full versie te gebruiken. De afgelopen jaren bleek de marktwaarde berekend volgens de basis versie steeds een paar procent onder de marktwaarde uit de full waarderings te liggen. Dit varieerde van -1,9% in 2019 tot -3,1% in 2020. Het lijkt er dus op dat de basis versie de afgelopen jaren structureel heeft achterlopen op de marktontwikkeling (ABF Research, 2021). Voor taxaties is dit overigens geen onbekend fenomeen. Ook taxaties opgesteld door taxateurs blijken in de praktijk vaak wat achter te lopen op de daadwerkelijke markt.

Voordat het in 2016 voor alle corporaties verplicht werd hun bezit te waarderen tegen marktwaarde was er al een groep corporaties die dit vrijwillig deed. Er was op dat moment nog geen Handboek dat deze waarderings uniformeerde. Uit een analyse van de individuele waarderings bleek toen dat de meeste corporaties qua opbouw van de disconteringsvoet vrijwel op één lijn zaten (Buffing et al., 2014). De corporaties werkten met een risicovrije rentevoet plus opslagen voor het vastgoedrisico, marktsegmentrisico en het objectrisico. Hoewel de opbouw dus vergelijkbaar was bleek de output, dus de uiteindelijke disconteringsvoeten in de waarderings, ver uit elkaar te liggen. Gekeken naar de gemiddelde disconteringsvoet per corporatie bleek er een bandbreedte te zijn van 7,5% tot 10,6%. Er bleek “enigszins” een regionaal effect aanwezig te zijn. Ook bleek dat hoewel de opbouw vergelijkbaar was dat de uiteindelijke invulling stevig afweek. Taxateurs gingen onderling ook verschillend om met het verwerken van risico in de waarderings. De een verrekende relatief veel risico in de kasstromen zelf en de ander verwerkte dit in de disconteringsvoet. Dit maakte het onderling vergelijken van de disconteringsvoeten lastig. Het Handboek is er mede gekomen om dit te uniformiseren.

3.4 Beleidswaarde

Woningcorporaties zijn verplicht om naast de marktwaarde ook de beleidswaarde en de maatschappelijke bestemming op te nemen in de toelichting van de jaarrekening. De beleidswaarde wordt berekend door in vier stappen een aantal aanpassingen door te voeren in de berekening van de marktwaarde. Het verschil tussen marktwaarde en beleidswaarde wordt de maatschappelijke bestemming genoemd. Startpunt is de marktwaarde in verhuurde staat zoals de corporatie die ook in de jaarrekening heeft gepresenteerd. Dit kan een full versie zijn of een waardering volgens de basis versie. Het is het hoogste van de marktwaarde in het exploitatie- of uitpondscenario. De eerste stap is de berekening van de stap beschikbaarheid. Welke waarde laat een corporatie dus liggen door de woningen niet uit te ponden maar te blijven inzetten voor haar maatschappelijke opgave. In deze stap wordt dus het exploitatiescenario afgedwongen en is uitponden geen optie meer. In deze stap wordt daarnaast nog een aantal berekenings aangepast, die een zeer forse impact kunnen hebben. Zo gaan in deze stap ook de overdrachtkosten naar 0% en moet de eindwaarde verplicht

volgens de systematiek van het Handboek worden berekend. Vervolgens worden in de tweede stap de markthuren vervangen door het streefhuurbeleid, inclusief huurverhogingsbeleid, van de corporatie. Hier wordt, indien nodig, ook nog gecorrigeerd voor erfpacht. In de derde stap worden de onderhoudsnormen uit de markt vervangen door het onderhoud dat de corporatie voornemens is de komende jaren uit te geven. Dit ligt veelal boven de normen uit de marktwaarde. In de laatste stap worden de beheerkosten uit de markt vervangen door de beheerkosten van de corporatie. Na alle stappen te hebben doorlopen blijft de beleidswaarde over.

3.5 De bepaling van de disconteringsvoet in de beleidswaarde

3.5.1 Van marktwaarde naar beleidswaarde

In de beleidswaarde wordt de disconteringsvoet die wordt gebruikt in het exploitatiescenario uit de marktwaarde overgenomen. Om te begrijpen hoe de disconteringsvoet uit de beleidswaarde tot stand komt moet er dus naar de marktwaarde worden gekeken. Hier wordt onderscheid gemaakt tussen de systematiek uit de basis versie van het handboek en die uit de full versie. Omdat in de full versie corporaties en taxateurs vrij zijn om zelf een disconteringsvoet te bepalen kunnen de gebruikte methodes ver uiteen lopen.

3.5.2 De disconteringsvoet in het Handboek

In het Handboek marktwaarde wordt de disconteringsvoet gedefinieerd als “de markt-conforme rendementseis waartegen de verwachte toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt” (Fakton, 2021). In de basis versie van het Handboek wordt aan de hand van een aantal eigenschappen van de woningen een disconteringsvoet opgesteld door aan die eigenschappen een aantal parameters te koppelen. Deze parameters worden bepaald door terug te kijken naar de full waarderingen, die dus zijn opgesteld met de tussenkomst van een taxateur, van vorig jaar. Elk jaar worden die waarderingen namelijk onderzocht in een validatieonderzoek. Dit wordt gecombineerd met effectstudies en backtesting (Zie Fakton, 2021 voor een uitleg). Hierbij wordt gekeken of de resultaten op basis van de nieuwe parameters leiden tot een logische en acceptabele waardeontwikkeling in het volgende jaar. Op basis van die onderzoeken komt men in het Handboek tot een vergelijking waarmee de disconteringsvoet van een woning modelmatig kan worden bepaald. Deze vergelijking ziet er als volgt uit (zie het Handboek voor de volledige tabellen):

$$dv = d_{Ref} + d_{Bouwjaar} + d_{Type} + d_{Regio} + d_{Gebied} + d_{Scenario} + d_{Markt}$$

- **dv** : is de uitkomst, dus de te bepalen disconteringsvoet
- **d_{Ref}** : is de disconteringsvoet van het referentieobject ultimo het waarderingsjaar,
- **$d_{Bouwjaar}$** : is de op- of afslag op de disconteringsvoet gerelateerd aan de bouwjaarklasse
- **d_{Type}** : op- of afslag voor het type woning
- **d_{Regio}** : op- of afslag voor de ligging van de woning
- **d_{Gebied}** : opslag indien de woning in een krimpgebied ligt
- **$d_{Scenario}$** : op- of afslag afhankelijk van het uitpond- of een doorexploiteerscenario.
- **d_{Markt}** : is de op- of afslag gerelateerd aan de marktontwikkelingen in het waarderingsjaar en hun effect op de disconteringsvoet. De op basis van het validatieonderzoek bepaalde factoren leiden namelijk tot een disconteringsvoet op 31 december van het voorgaande waarderingsjaar. Om de disconteringsvoet op 31 december van het nieuwe waarderingsjaar te bepalen moeten de marktontwikkelingen en hun effect gedurende het jaar meegenomen worden.

3.5.3 De disconteringsvoet in de full versie

Hoe corporaties die full waarderen de disconteringsvoet bepalen hangt voor een groot deel af van wie de taxateur is. Op dit moment neemt een deel van de corporaties deel aan regionale marktwaardeoverleggen. Uit die overleggen is ook een best practice gekomen. In deze best practice wordt een alternatieve opzet voor de disconteringsvoet beschreven. De reden om naast het Handboek met een alternatief te komen was omdat de basis versie uit het Handboek als te algemeen wordt ervaren (ValueMetrics, 2021). Het ontbreekt in het Handboek aan differentiatie per buurt of stad waardoor slechte of goede buurten in een regio toch hetzelfde opslagpercentage krijgen voor de disconteringsvoet. Ook blijken eengezins- en meergezinswoningen in de praktijk een andere marktdynamiek te kennen, iets wat in het Handboek niet wordt meegenomen. Wel is er de wens om nog enigszins een uniforme werkwijze te hanteren. De best practice werkt met een zogenaamd opslagen model. Het model gaat uit van een basisdisconteringsvoet en rekent vervolgens met een aantal verschillende opslagen. Namelijk vier vaste opslagen op basis van de locatie, type object, duurzaamheid en complexomvang. Vervolgens wordt er gerekend met een dynamische opslag. Voor het exploitatiescenario is die afhankelijk van de mutatiegraad en de huur/markthuurlverhouding. Voor het scenario uitponden is deze afhankelijk van de mutatiegraad en de huur/leegwaarde verhouding. Tot slot zijn er eventueel nog twee handmatige opslagen. Een in het geval van verkooprestricties en een voor specifieke beperkingen en bijzondere omstandigheden.

De hierboven beschreven opzet voor een modelmatige bepaling van de disconteringsvoet wordt door een aantal corporaties gebruikt als startpunt. Vervolgens blijkt in de praktijk dat taxateurs vaak toch nog wel aanpassingen doen aan deze disconteringsvoeten. Van Vugt (2021) heeft onderzocht of de factoren uit het model van ValueMetrics ook daadwerkelijk de uiteindelijke disconteringsvoet uit de waardering verklaren. In het exploitatiescenario konden deze factoren 54% van de uiteindelijk vastgestelde disconteringsvoet verklaren. Alle opslagen waren significant met uitzondering van de opslag voor duurzaamheid. Voor deze laatste opslag wordt in het model al toegelicht dat deze is toegevoegd vooruitlopend op mogelijke waarde effecten voor duurzaamheid. Ook bleek dat de disconteringsvoet in de uiteindelijke waardering ongeveer 0,1% onder de modelmatig bepaalde disconteringsvoet lag. Volgens Van Vugt (2021) zou dit goed verklaard kunnen worden door lagging en smoothing. Lagging ontstaat als taxaties gebaseerd zijn op oudere transacties en smoothing ontstaat als een taxateur wel een deel van de nieuwe marktinformatie meeneemt maar niet de gehele marktontwikkeling inprijst (Van Gool et al., 2013). Het model gaat uit van een bepaalde marktontwikkeling maar als ten tijde van de definitieve waardering de markt hard is gestegen of gedaald kan de disconteringsvoet door de taxateur als laatste “knop” worden gebruikt om op de juiste waarde uit te komen. Uit het kwalitatieve gedeelte van dat onderzoek blijkt ook dat het model geen rekening houdt met de exit yield terwijl dit in de praktijk voor de taxateur wel van belang is. Er is een sterke wisselwerking tussen die twee vrijheidsgraden. Ook blijken taxateurs daar heel verschillend mee om te gaan. De ene taxateur voert grote aanpassingen door aan de exit yield en houdt de disconteringsvoet stabiel en de andere blijft zoveel mogelijk van de exit yield af en stelt de disconteringsvoet bij.

In het jaarlijkse validatieonderzoek van de marktwaarde wordt ook een analyse gemaakt van het gebruik van de vrijheidsgraden (ABF Research, 2021). In het onderzoek 2020 was van 68 corporatie de waardering meegenomen in de analyse. Bij 84% van de woningen was de disconteringsvoet als vrijheidsgraad gebruikt. Vervolgens is gekeken naar de gehanteerde disconteringsvoet in vergelijking met wat de disconteringsvoet zou zijn geweest als de corporatie in plaats van de full versie de basis versie uit het Handboek zou hebben gehanteerd. Tussen 2017 en 2020 was de afwijking in het exploitatiescenario gemiddeld -0,05%, wat betekent dat de disconteringsvoet in de basis versie gemiddeld 0,05% lager was dan in de full waardering. Dat verschil is niet groot. Echter, als er wordt gekeken naar het verschil per jaar

dan blijkt dit fors te schommelen. Van 0,43% in 2017 naar +0,42% in 2020. Dat zijn forse verschillen omdat een kleine afwijking in de disconteringsvoet een forse impact heeft op de uiteindelijke marktwaarde, zeker in het exploitatiescenario. Fakton (2021) stelt elk jaar een effectrapportage op waarin wordt onderzocht hoe gevoelig de waarderingen zijn voor aanpassingen in de verschillende parameters. In 2020 bleek dat voor een standaardwoning een verhoging van de disconteringsvoet met slechts 0,1% leidt tot een 2,7% lagere marktwaarde in het exploitatiescenario (Fakton, 2021). Uit het validatieonderzoek blijkt ook dat de verschillen in de portefeuilles die het sterkst afwijken van de basisversie voor een groot deel worden veroorzaakt door aanpassingen in de disconteringsvoet.

3.6 Beoordelingskader

Omdat het doel van de waardering zo bepalend is bij de keuze voor een waardebegrip en bij een methode om tot een disconteringsvoet te komen is het ook belangrijk om te kijken waarom woningcorporaties de beleidswaarde hanteren. Het begrip beleidswaarde is een paar jaar geleden geïntroduceerd door de toezichthouders in de corporatiesector. De Autoriteit woningcorporaties (Aw) en Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) houden tegenwoordig gezamenlijk toezicht op de woningcorporaties, maar wel ieder vanuit hun eigen rol. Ze proberen middels een Gezamenlijk Beoordelingskader te komen tot een “éénduidige gemeenschappelijke foto” van de corporatie (AW & WSW, 2021). Ze hebben elk voor een aantal gebieden hun eigen toetsingskader maar hebben ook een drietal gedeelde toetsingsonderwerpen. Dit zijn de financiële continuïteit, waarin de financiële positie van een corporatie wordt beoordeeld. Het bedrijfsmodel waarbij wordt gekeken wat de beleidsplannen en realisatie van een corporatie zijn en wat het effect daarvan is op de financiële continuïteit. Ook wordt hier gekeken of het maatschappelijk bestemd vermogen voldoende beschermd is. Als derde wordt de governance en organisatie beoordeeld. Hierbij is de vraag of de (financiële) sturing, beheersing en verantwoording van een corporatie effectief is.

Hoewel gepresenteerd als twee onderwerpen kennen de financiële continuïteit en het bedrijfsmodel een sterke samenhang. Bij de financiële continuïteit gaat het over de vraag of een corporatie op termijn levensvatbaar is. Maar daarbij is het wel van belang of een corporatie op korte en lange termijn haar bezit in stand kan houden en haar maatschappelijke opgave kan blijven uitvoeren. Om de financiële positie van een corporatie te beoordelen wordt dus gekeken naar wat de maatschappelijke opgave is, hoe deze wordt ingevuld door de corporatie en hoe dit in de huidige financiële cijfers en in de prognoses naar voren komt. Voor de financiële continuïteit zijn drie onderdelen van belang, de liquiditeit, het vermogen en het onderpand. Voor de liquiditeit is het relevant of een corporatie nu en in de toekomst genoeg kasstromen genereert om aan haar verplichtingen te voldoen. Bij het vermogen wordt gekeken of er nu en in de toekomst voldoende vermogen aanwezig is om de huidige verplichtingen en mogelijke toekomstige risico's op te vangen. Als derde wordt gekeken naar het onderpand / de dekking. Stel het gaat toch mis, heeft de corporatie dan genoeg onderpand om toch aan de verplichtingen te voldoen?

Om dit te beoordelen kijken de toezichthouders in de eerste plaats naar een viertal financiële ratio's. Daarnaast kijkt WSW nog naar één aanvullende ratio. De beoordeling vindt plaats voor de DAEB-tak, de niet-DAEB-tak en de totale corporatie.

- 1) Interest coverage rate (ICR): Dit is een toets op liquiditeit. Het maakt inzichtelijk of de corporatie op korte- en middellange termijn voldoende operationele kasstromen genereert om aan haar renteverplichtingen te voldoen.

$$ICR = \frac{\text{Operationele kasstroom} + \text{rente uitgaven} - \text{rente inkomsten}}{\text{Rente uitgaven} - \text{rente inkomsten van interne lening}}$$

- 2) Loan to Value (LTV): Een toets op vermogen die inzichtelijk maakt of de vastgoedportefeuille op lange termijn voldoende waarde genereert ten opzichte van de schuldpositie. Doordat hier wordt gekeken naar de beleidswaarde houden de onderliggende kasstromen rekening met het maatschappelijke beleid van de corporatie.

$$LTV = \frac{\text{Nominale schuld}}{\text{Beleidswaarde}}$$

- 3) Solvabiliteit: Nog een toets op vermogen. Deze ratio geeft inzicht in de eigen vermogenspositie van de corporatie, rekening houdende met het maatschappelijke beleid van de corporatie. Aangezien in de jaarrekening het eigen vermogen wordt gerapporteerd op basis van marktwaarde moet daar nog worden gecorrigeerd voor de maatschappelijke bestemming van het vermogen. Die correctie is het verschil tussen de marktwaarde en de beleidswaarde.

$$\text{Solvabiliteit} = \frac{\text{Eigen vermogen o. b. v. beleidswaarde}}{\text{Balanstotaal o. b. v. beleidswaarde}}$$

- 4) Dekkingsratio: Dit is een check op het onderpand. Deze ratio beoordeelt in geval van discontinuïteit of de marktwaarde van het onderpand voldoende is om de marktwaarde van de schuldpositie af te lossen.

$$\text{Dekkingsratio} = \frac{\text{Marktwaarde schuld}}{\text{Marktwaarde in verhuurde staat}}$$

- 5) Onderpandratio: beoordeelt in geval van discontinuïteit of de marktwaarde van het bij WSW ingezet/gevestigd onderpand voldoende is om de marktwaarde van de door WSW geborgde schuldpositie af te lossen.

$$\text{Onderpandratio} = \frac{\text{Marktwaarde schuld van WSW geborgde leningen}}{\text{Marktwaarde in verhuurde staat van WSW onderpand}}$$

In de meeste ratio's komen de waarderingsbegrippen naar voren. Bij de dekkingsratio en de onderpandratio wordt gekeken naar de marktwaarde. Dit omdat in het geval van discontinuïteit het aflossen van de schuld centraal staat en niet de invulling van de maatschappelijke opgave. Daarnaast waren er nog meer argumenten om de marktwaarde in te voeren. Het zou tot een consistentere en beter vergelijkbaar beeld van de corporaties leiden. Ook de vergelijking met de markt, en bij de full versie de tussenkomst van een taxateur, zou de kwaliteit ten goede moeten komen. Dit in tegenstelling tot de oude bedrijfswaarde waar veel meer vrijheid was qua aannames en die ook niet te vergelijken was met te observeren (markt)referenties. Daarnaast zou het gebruikt kunnen worden voor assetmanagement wat de professionalisering van de sector ten goede zou moeten komen. Bij de andere ratio's is ook de duurzame invulling van de maatschappelijke opgave een belangrijk criterium. Dit vraagt om een ander waardebegrip omdat woningcorporaties over het algemeen niet de marktconforme kasstromen uit de marktwaarde zullen realiseren. De corporaties hebben namelijk een volkshuisvestelijke (maatschappelijke) opgave en dit leidt tot een aantal afwijkende beleidskeuzes. Dit beleid leidt ertoe dat een deel van de marktwaarde nooit verzilverd zal worden. Voor een aantal ratio's is het relevant om het deel van het vermogen dat corporaties niet zullen realiseren, vanwege hun beleidskeuzes, buiten beschouwing te laten. Hier wordt dus gekeken naar de beleidswaarde. Op die manier houden de toezichthouders er rekening mee dat een deel van het vermogen niet beschikbaar is om aan toekomstige financiële verplichtingen te voldoen en ook niet beschikbaar is als risicobuffer (Aw & WSW, 2021).

3.6 Conclusie

De marktwaarde is geïntroduceerd in een tijd dat vanuit de politiek veel kritiek was op het functioneren van corporaties. De marktwaarde moest er onder andere voor zorgen dat corporaties transparanter en beter te vergelijken zouden worden. De beleidswaarde is hier later aan toegevoegd om inzichtelijk te kunnen maken welk deel van die waarde naar verwachting daadwerkelijk zal worden gerealiseerd. Voor een deel van de corporaties wordt de disconteringsvoet modelmatig bepaald op basis van het Handboek. Deze waarderingen zijn alleen op portefeuilleniveau bruikbaar. Er zijn ook corporaties die behoefte hebben aan een betere waarderingen die ook op complexniveau te gebruiken is. Deze corporaties laten de marktwaarde, en de disconteringsvoet, vaststellen door een externe taxateur. De beide waardebegrippen zijn inmiddels verankerd in het beoordelingskader van de toezichthouders. In het geval van een mogelijke discontinuïteit van de corporatie kijkt de toezichthouder naar de hoogst mogelijke opbrengst die er nog te realiseren is, de marktwaarde. Bij vraagstukken waar de continuïteit van de invulling van de maatschappelijke opgaves centraal staan wordt er naar de beleidswaarde gekeken.

Hoofdstuk 4 - De beleidswaarde in de praktijk

4.1 Inleiding

Met in het achterhoofd de achtergrond en motivatie voor het introduceren van de beleidswaarde kan er nu worden gekeken naar de beleidswaarde in de praktijk. Er volgt een overzicht van een aantal inhoudelijke kritiekpunten op de manier hoe de beleidswaarde wordt berekend zoals de aanname van een eeuwigdurende exploitatie, functionele veroudering en tot slot de disconteringsvoet. Vervolgens worden er onderzoeken besproken waarin de toepassing van de beleidswaarde in de praktijk naar voren komt. Tot slot volgt een cijfermatige beschouwing van de beleidswaarde.

4.2 Kritiekpunten

Hoewel de beleidswaarde is geïntroduceerd om beter tot uiting te laten komen dat corporaties andere keuzes maken dan beleggers sluit het volgens sommigen nog altijd niet genoeg aan op het eigen corporatiebeleid. Uit een enquête onder woningcorporaties bleek dat 63% van de respondenten die de beleidswaarde geen passend waardebegrip vonden dit als reden opgaven (Finance Ideas, 2019). Uit andere onderzoeken blijkt dat dit veelal zit in het niet mee mogen nemen van verkopen en renovaties (Finance Ideas, 2022). Uit die enquête uit 2019 bleek dan ook dat toen ongeveer een derde van de corporaties nog altijd de bedrijfswaarde hanteerde bij interne financiële afwegingen, ook al was dit waardebegrip door de Aw en WSW al uitgefaseerd. Ook is er kritiek op de weergave en berekening van een aantal van de stappen in de waterval. Zo is de verhuurderheffing verwerkt in de stap betaalbaarheid waardoor deze niet altijd een goed beeld geeft van de impact die het streefhuurbeleid heeft op de waarde (Kwaak, 2018). Daarnaast zijn er onder gebruikers twijfels over de eindwaardeberekening in de marktwaarde en in de beleidswaarde (Finance Ideas, 2019). Problematisch is ook dat correcties voor die eindwaardeberekening vervolgens in de beleidswaarde in de stap beschikbaarheid worden verwerkt, hoewel het hier niet zozeer gaat om een beleidskeuze van de corporatie (Kwaak, 2018). Marktontwikkelingen en fiscaal overheidsbeleid hebben er inmiddels toe geleid dat de stap beschikbaarheid voor een deel van de corporaties een opslag is geworden in plaats van een afslag. Dit helpt niet in het uitleggen van de beleidswaarde.

Eeuwigdurende exploitatie

Een ander pijnpunt is dat er in de beleidswaarde wordt uitgegaan van een eeuwigdurende exploitatie. Hier wordt ook de aanname gemaakt dat de huren met de inflatie, of zelfs hoger, blijven doorgroeien. Dit leidt tot een aantal problemen. Allereerst maakt dit het beoordelen van renovaties op basis van beleidswaarde lastig omdat het effect op de waarde zeer beperkt is. Dit kan geïllustreerd worden door weer de vergelijking te maken met de oude bedrijfswaarde. In de bedrijfswaarde had een renovatie namelijk wel een behoorlijke impact op de waarde. Dit kwam omdat in de bedrijfswaarde werd gerekend met een maximale levensduur. Standaard was dit vijftig jaar. Vervolgens werd dit elk jaar een stukje lager omdat het desbetreffende complex een jaartje ouder was. In de berekening mocht er dan weer voor een jaar minder aan opbrengsten worden ingerekend, wat de uiteindelijke waarde drukte. Vervolgens kon bij een renovatie de aanname worden gemaakt dat dankzij die ingreep het complex weer een langere levensduur had en dat er dus weer langer opbrengsten zouden binnenkomen. Deze extra opbrengsten verhoogde de waarde dus weer. Bij de beleidswaarde is dit niet het geval en is het effect van een renovatie op de kasstromen beperkt. In de DCF berekening wordt vervolgens ook nog eens de aanname gemaakt dat de inkomsten eeuwigdurend met inflatie, of zelfs hoger

indien er gerekend wordt met een boveninflatoire huurstijging, stijgen. De vraag is of dat aannemelijk is (Conijn, 2021). Als je als corporatie alleen het onderhoud uitvoert om de woning op het huidige peil te houden maar geen verbeteringen inreken is het dan realistisch dat de huur die je kunt vragen in reële termen op peil blijft? Uit dezelfde enquête uit 2019 werd deze eeuwige levensduur van de corporaties die de beleidswaarde niet een passend waardebegrip vonden door een op de vijf als probleem ervaren (Finance Ideas, 2019). In latere versies van het Handboek hebben corporaties overigens meer ruimte gekregen om de hoogte van de huurstijgingen aan te passen. Voor de contracthuren kan met een afslag op de inflatie worden gerekend om zo het huurbeleid van woningcorporaties beter tot uiting te laten komen. De streefhuren worden echter nog altijd met de inflatie geïndexeerd dus dit pijnpunt is nog altijd aanwezig.

Functionele veroudering

Ook problematisch is volgens Conijn (2021) dat corporaties in hun lange termijn prognoses onvoldoende rekening houden met de functionele veroudering van hun bezit. Hierdoor valt de beleidswaarde wederom te hoog uit. Woningcorporaties stellen namelijk elk jaar een begroting op die zij aanleveren bij Aw en WSW. Voor deze begroting moeten zij uitgaan van de Leidraad economische parameters die de toezichthouders jaarlijks publiceren. In deze Leidraad is voorgeschreven dat corporaties voor de prognose van de autonome waardeontwikkeling voor de marktaande moeten uitgaan van de inflatie. Voor de beleidswaarde wordt de inflatie plus een afslag gehanteerd. Praktisch houdt dit in dat corporaties eerst een volledige DCF-berekening uitvoeren als startpunt van hun begroting en vervolgens indexeren ze de waarde die uit die berekening komt voor elk prognosejaar. Technisch is het prima mogelijk om voor elk jaar in de begroting een nieuwe DCF-berekening te maken, waarin bepaalde effecten op de waarde beter tot uitdrukking zouden kunnen komen, maar de toezichthouders hebben daar bewust niet voor gekozen om zo eenduidigheid in de implementatie te verkrijgen (Aw & WSW, 2019). Men hield toen nog wel die optie open voor de toekomst maar daar is het (nog) niet van gekomen. Er zijn meerdere redenen waarom men een vaste afslag op de inflatie voorschrijft voor de beleidswaarde. Allereerst wordt er op die manier rekening gehouden met een “prudente” inschatting van de huurstijgingen die corporaties in de praktijk rekenen. Corporaties hebben uiteraard hun volkshuisvestelijke doelstelling op het gebied van betaalbaarheid. Daarnaast is er de afgelopen jaar veel spraken geweest van regelgeving op het gebied van huurbeleid, denk aan het huursombeleid en het passend toewijzen. Dit drukt de opbrengsten ten opzichte van de markt(waarde) en de inflatie. Een tweede motivatie was het inrekenen van een verouderingscomponent, dus die functionele veroudering. Bij de introductie van de beleidswaarde werd nog gerekend met een afslag op de inflatie van 1,0%. Er wordt dus rekening gehouden met veroudering maar de vraag is dan nog of het standaard percentage genoeg is. Conijn (2021) stelt, op basis van een aantal andere onderzoeken, dat historisch gezien functionele veroudering ongeveer 1,0% van de leegwaarde betreft op jaarbasis. Dit is vergelijkbaar met 2,5% van de beleidswaarde. Inmiddels is door Aw en WSW deze afslag verhoogd naar 1,5%. Aw en WSW hebben daartoe besloten naar aanleiding van een aantal analyses en gesprekken met de sector. Daarnaast is het inmiddels ook mogelijk om als corporatie van dit percentage af te wijken en de opslag naar eigen inzicht te verhogen.

Disconteringsvoet

Zoals aangestipt in de inleiding zijn er ook vraagtekens te zetten bij het overnemen van de disconteringsvoet uit de marktwaarde. Dit is al sinds de introductie van de beleidswaarde een punt van kritiek (Kwaak, 2018; Finance Ideas, 2019). Hoewel op een aantal punten dus de kasstromen uit de marktwaarde worden aangepast naar het corporatiebeleid wordt er nog

steeds gerekend met de disconteringsvoet die beleggers zouden hanteren bij een markt-conforme exploitatie van de woningen. Verschillende auteurs, maar ook corporaties zelf, stellen dat het niet redelijk is om met dezelfde rendementseis te rekenen. Het risicoprofiel, en dus de rendementseis, van corporaties zou lager zijn dan die van beleggers vanwege die voorzichtigere kasstromen die worden ingerekend bij de beleidswaarde (Conijn, 2021; Kwaak, 2018). Voordeel van deze methode is wel dat het geen extra werk oplevert bij de berekening, wat weer goed past in het streven tot administratieve lastenverlichting dat al een aantal jaar hoog op de agenda staat van sector en toezichthouders. Nadeel volgens sommige onderzoeken is dat het onnodig de hoogte van de beleidswaarde drukt en er toe kan leiden dat corporaties minder leningen kunnen aantrekken en dus ook minder van hun maatschappelijke doelen kunnen realiseren (EIB, 2019). Het is namelijk de LTV-ratio die bij de meeste corporaties als eerste gaat knellen en het is de beleidswaarde die in deze ratio de waarde vertegenwoordigd. De auteurs van het EIB rapport (2019) beredeneren dat de disconteringsvoet in de beleidswaarde te hoog is en niet in lijn ligt met vergelijkbare activiteiten in de economie. Zij argumenteren dat doordat corporaties een lagere huur vragen er nauwelijks leegstandsrisico is, wat ook terug te zien is in de vaak lange wachtlijsten. Doordat zij met hun voorzichtige huurbeleid niet de randen opzoeken van de markt lopen ze ook weinig risico dat ze bij economische tegenspoed hun (streef)huren moeten bijstellen. Ze halen hier ook de financiële crisis aan toen corporaties ondanks een afnemende vraag toch de huren konden verhogen. Zij concluderen dan ook dat corporaties vrijwel geen afzet- of prijsrisico lopen. Deze argumenten zetten ze ook door aan de kostenkant. De hogere onderhouds- en beheernormen die woningcorporaties inrekenen betekenen dat corporaties bij tegenslag daar nog aan kunnen draaien. Een marktpartij die het minimale heeft ingerekend zit klem en kan niet nog minder inrekenen. Deze extra flexibiliteit bij woningcorporaties betekent ook een lager risicoprofiel volgens het EIB. Een ander gevolg van de koppeling met de marktwaarde is dat de beleidswaarde gevoelig is voor marktconjuncturen. De disconteringsvoet in de marktwaarde beweegt immers mee met ontwikkelingen op de kapitaalmarkten en de beleggersmarkten. Zelfs bij onveranderd corporatiebeleid kan de beleidswaarde daardoor flink stijgen of dalen.

4.3 Toepassing

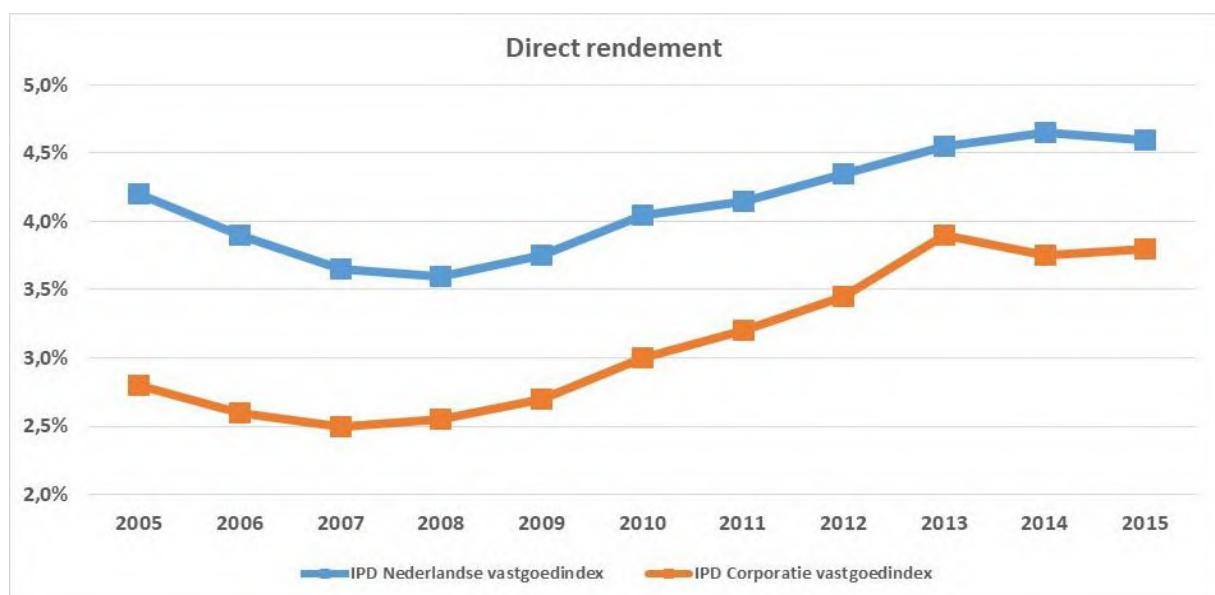
Woningcorporaties zijn sinds 2018 volgens de Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015 verplicht de beleidswaarde op te nemen in hun jaarrekeningen. Corporaties gebruiken wel nog steeds de marktwaarde als grondslag voor hun balans maar moeten daarnaast een toelichting op hun beleidswaarde opnemen. In die toelichting moeten ze aangeven hoe ze van de marktwaarde naar de beleidswaarde komen. De waterval is hier dan ook een vast onderdeel van. De kritiekpunten beschreven in 4.2 hebben er wel toe geleid dat woningcorporaties buiten het rapporteren in de jaarrekening en dPi/dVi (de verplichte prognose en verantwoordingsinformatie die corporaties met hun toezichthouders moeten delen) maar wisselend gebruik maken van de beleidswaarde. Kwaak (2018) rapporteerde dat 75% van de door hem onderzochte corporaties de beleidswaarde als potentieel nuttig beoordeelde maar dat er nog maar weinig echt gebruik van maakte. Pronk (2019) vond dat van een groep grote woningcorporaties er maar weinig waren die de beleidswaarde bijvoorbeeld daadwerkelijk gebruikten voor investeringsafwegingen. Deze corporaties hadden de nodige kritiek op een aantal van de aannames onder de beleidswaarde. Ook bleek in de praktijk dat bij met name renovaties de effecten op de beleidswaarde dusdanig beperkt zijn dat het eigenlijk niet als maatstaf is te gebruiken. Het algemene beeld was dat de beleidswaarde vooral bruikbaar is op corporatieniveau en om de ratio's te kunnen toetsen. Voor het beoordelen van individuele investeringen gaf men de voorkeur voor de marktwaarde of een kasstroombenadering zoals de oude bedrijfswaarde. Driesprong (2020) onderzocht de investeringsstatuten van 40 corporaties en stuitte ook weer op een wisselend beeld. 31 van deze

40 corporaties gebruikten de DCF-methode om investeringen te beoordelen. Vier gebruikten nog de oude bedrijfswaarde. Omdat het onderzoek uit 2020 is kan het overigens ook zijn dat het hier ook om investesteringsstatuten gaat die nog bijgewerkt moeten worden naar aanleiding van de introductie van de beleidswaarde. De andere 27 corporaties gebruiken een DCF om een IRR te berekenen en te toetsen. Drie maakte gebruik van een volledige marktwaardering. 11 corporaties passen de beleidswaarde volledig toe. De rest zat hier tussenin, zij combineren de markt- en beleidswaarde. Bijvoorbeeld door de marktwaarde als eindwaarde te gebruiken maar gedurende de 15-jaars DCF-periode wel met beleidsconforme kasstromen te rekenen. Ook in dit onderzoek wordt weer de toetsing op portefeuilleniveau in plaats van op projectniveau aangehaald. Deze onderzoeken zijn ook in lijn met een enquête van uit 2019 waarin werd gevraagd naar het gebruik van de beleidswaarde voor interne financiële afwegingen. Hier kwam uit dat slechts 21% dit op dat moment deed. 48% gaf aan dit wel op korte termijn te willen gaan doen (Finance Ideas, 2019). Ook onder deze respondenten werd vooral gebruik gemaakt van de marktwaarde voor interne financiële afwegingen.

4.4 Cijfermatige beschouwing

Rendement

Om inzicht te krijgen in het verschil tussen corporaties en beleggers kan er gekeken worden naar het historische verschil in rendement. Tot een paar jaar geleden was er een corporatie vastgoedindex waar tientallen woningcorporaties die hun bezit al op marktwaarde waardeerden aan deelnamen. Deze index werd georganiseerd door IPD MSCI. Deze partij maakte tegelijkertijd ook een index voor commerciële beleggers. Dit maakte een vergelijk op rendement mogelijk. In die tijd was het verschil in direct rendement tussen de corporaties en commerciële partijen gemiddeld ongeveer 1,0%. Hier zijn wel een aantal kanttekeningen bij te plaatsen. Het gaat hier niet om resultaten op basis van daadwerkelijke transacties maar op waarderingen door een taxateur. Daarnaast is het vastgoed van commerciële partijen niet altijd een-op-een te vergelijken met woningcorporaties. Het vastgoed van de commerciële partijen is over het algemeen geconcentreerd in de Randstad en in de grote steden buiten de Randstad. Daarnaast zijn die portefeuilles gemiddeld jonger. Dit zou het verschil in rendement wat te hoog kunnen laten uitvallen. Een ander nadeel bij deze methode is dat de historische risico/rendementsverhouding niet altijd wat zegt over de toekomst, de verhouding kan blijvend veranderd zijn (van Gool et al., 2013).

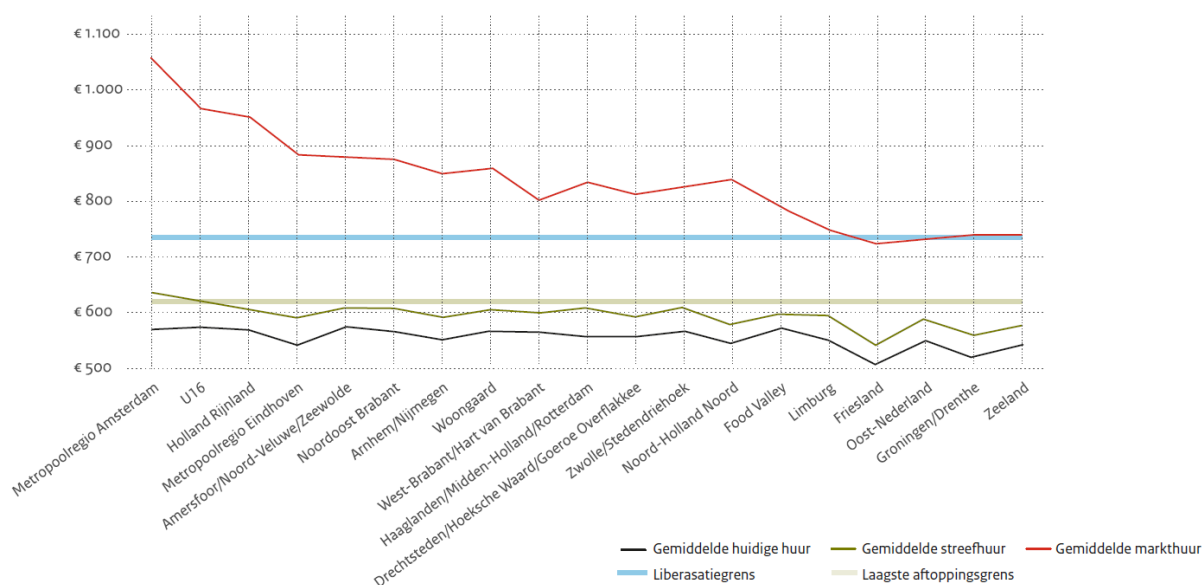


Figuur 3: verschil in direct rendement tussen corporaties en beleggers

Praktisch probleem is dat er op dit moment geen brede index meer is voor corporatievastgoed die vergelijken kan worden met de IPD MSCI index. Dit was voor BZK ook een van de redenen om voor het berekenen van de overcompensatie voor woningcorporaties, ook een rendementsbepaling, over te stappen op een andere methodiek (BZK, 2020). Een alternatief zou kunnen zijn om te kijken naar het renteverskil tussen leningen van woningcorporaties en van commerciële vastgoedbeleggers. Of in het verlengde hiervan, het verschil tussen geborgde en ongeborgde leningen van woningcorporaties zelf. Hier zou kunnen worden aangesloten op de economische parameters die Aw en WSW elk jaar publiceren en die corporaties in hun prognoses moeten hanteren. In deze prognoses wordt voor geborgde leningen met een spread van 0,75% gerekend bovenop staatsobligaties en 1,50% voor ongeborgde leningen. Een verschil van 0,75% dus. Dit wijkt niet heel veel af van het verschil in rendement uit de eerste optie.

Kasstromen

In stappen twee, drie en vier van de beleidswaarde worden respectievelijk de huren, het onderhoud en het beheer aangepast naar een marktconform niveau. Om inzicht te krijgen in het verschil in kasstromen tussen de marktwaarde en de beleidswaarde zullen deze drie kasstromen nader worden bekeken. In de tweede stap wordt de markthuur vervangen door de streefhuren van de woningcorporaties. In afbeeldingen 1a t/m 1c in bijlage II is voor een sample van woningcorporaties de markthuur, de streefhuur en de uiteindelijke afslag weergegeven. Wat opvalt is dat de markthuur een veel grotere range kent dan de streefhuur (beleidshuur). Dit komt doordat elke corporatie binnen dezelfde regels, denk aan het passend toewijzen en de aftoppingsgrenzen, moet acteren en daardoor slechts beperkt vrij is in het bepalen van de streefhuren. De markthuren variëren echter wel sterk en dit werkt ook door in de uiteindelijke afslag. Voor de discussie over de disconteringsvoet is het ook relevant om te kijken of er binnen de beleidswaarde sprake is van regionale verschillen. Dit komt terug in figuur 4. Voor de markthuur is dit wel degelijk het geval maar voor de streefhuur is het effect zeer beperkt. Het huurbeleid wordt voor een groot deel bepaald door landelijke regels en die bieden weinig ruimte voor regionale verschillen. De liberalisatiegrens en de aftoppingsgrenzen zijn in zowel Amsterdam als in Zeeland hetzelfde. Alleen in Friesland en Groningen/Drenthe liggen de streefhuren significant lager dan in de rest van het land. De vraag is of dit het gevolg is van het lokale corporatiebeleid of dat de lokale woningmarkt zorgt voor een grens in de te realiseren huren. Ook als er gecorrigeerd wordt voor de oppervlakte en kwaliteit van de woningen blijft het verband tussen huurprijs en locatie beperkt (Aw, 2020).

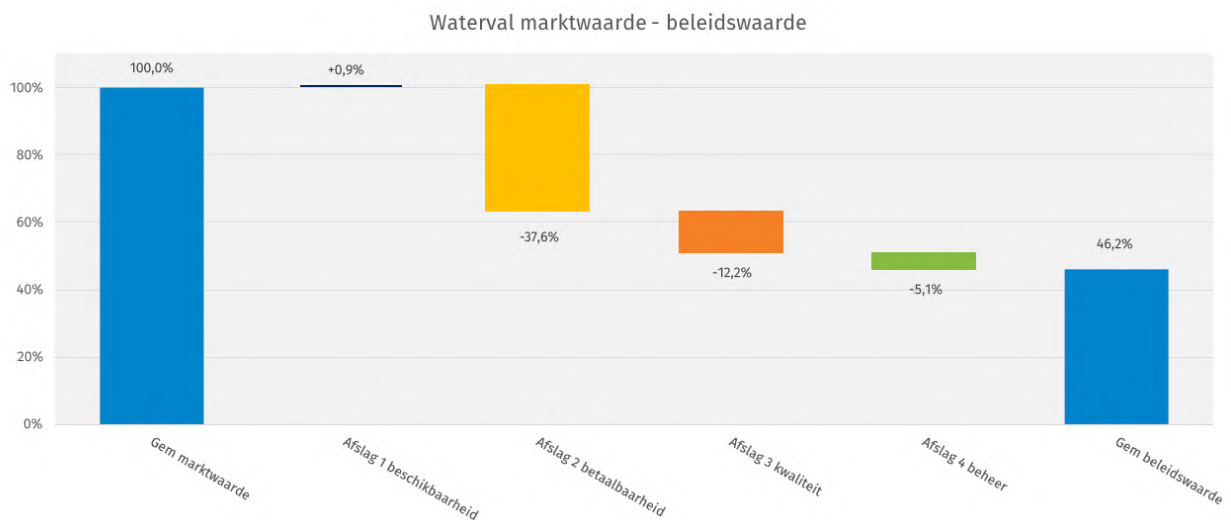


Figuur 4: Gemiddelde huur, streefhuur en markthuur per woningmarktregio, Aw (2021)

In stap drie en vier worden de marktconforme normen voor onderhoud en beheer vervangen door de normen van de corporaties zelf. Dit is weergegeven in bijlage II, afbeelding 2a t/m 3c.. Wat opvalt is dat hier de normen in de marktwaarde veel dichter op elkaar zitten dan de beleidsconforme normen. De eigen normen van de corporaties verschillen onderling veel sterker. Ook als op corporatie-niveau wordt gekeken naar de spreiding van de verschillen tussen de marktconforme normen en de beleidsnormen dan is de spreiding zeer groot, met name bij het onderhoud. Bij ruim 50 van de haast 200 corporaties is de gemiddelde onderhoudsnorm uit de beleidswaarde twee keer zo hoog als de marktconforme norm. Als het gaat om het verschil in kasstromen tussen woningcorporaties en de markt is er duidelijk niet één beeld. Sommige corporaties wijken nauwelijks af van de markt en sommige corporaties rekenen met totaal andere kasstromen. Dit kan ook nog eens verschillen per afslag. Dus een corporatie die een grote afslag kent voor onderhoud kan vervolgens weer een kleine afslag kennen voor beheer. Dit heeft deels ook te maken met hoe corporaties de instructies uit het Handboek volgen en hoe ze dus bepaalde kosten toewijzen aan de verschillende normen (Aw, 2021). Uiteindelijk ontstaat er zeer gemêleerd beeld van normen, afslagen en onderlinge verschillen en is er niet sprake van één corporatienorm of afslag.

Beleidswaarde, financiële ratio's en investeringsruimte

De marktwaarde en de hierboven omschreven normen en afslagen leiden uiteindelijk tot een beleidswaarde die gemiddeld 46% van de marktwaarde bedraagt (figuur 5). Inmiddels is het zo dat voor een deel van de corporaties stap 1 beschikbaarheid een opslag is geworden in plaats van een afslag. Dit komt met name doordat in deze stap de overdrachtsbelasting wegvalt. Doordat deze recent is verhoogd tot 8% heeft dit een forse impact. Het huurbeleid heeft nog altijd veruit de grootste impact, gevolgd door het onderhoud.



Figuur 5: Gemiddelde waterval, Ortec Finance (2021)

Als laatste onderdeel van de cijfermatige beschouwing worden twee onderzoeken besproken die de huidige problematiek van de beleidswaarde goed illustreren. Als eerste een onderzoek van Majoor (2019) die heeft gekeken naar de impact van de volatiliteit van de disconteringsvoet. Als tweede wordt er gekeken naar een onderzoek van het Economisch Instituut voor de Bouw (2019) waarin het (mogelijke) effect van een lagere disconteringsvoet inzichtelijk wordt gemaakt. De volatiliteit van de disconteringsvoet wordt door meerdere auteurs als aandachtspunt bij de huidige beleidswaarde genoemd. Majoor (2019) illustreert dit probleem met een vereenvoudigde doorrekening van een voorbeeldwoning. Hierbij wordt uitgegaan van een gemiddelde corporatiewoning en wordt op basis van de gemiddelde huurprijzen, streefhuren, WOZ-waardes en onderhouds- en beheernormen de beleidswaarde doorgerekend met

verschillende disconteringsvoeten. Door de gemiddelde disconteringsvoet uit 2014, 2016 en 2018 over te nemen wordt als het ware de beleidswaardeontwikkeling gedurende verschillende economische omstandigheden gemodelleerd. In 2014 was er nog sprake van een laagconjunctuur en lag de disconteringsvoet gemiddeld op 7,45%. In 2016 ging het weer een stuk beter en was de disconteringsvoet gedaald tot 6,60%. In 2018 draaide de vastgoedmarkt op volle toeren en was de disconteringsvoet gezakt tot 6,22%. (In 2020 was de gemiddelde disconteringsvoet overigens verder gedaald naar 5,87%). Het effect op de beleidswaarde bleek groot te zijn, van € 48.000,- in 2014 naar € 61.000,- in 2018. In een laagconjunctuur valt de beleidswaarde dus zo'n 21% lager uit. Dit terwijl de corporatie qua (huur)beleid niets heeft veranderd. Deze grilligheid zet zich ook door in de LTV-ratio. In dit voorbeeld gaat deze van 73% bij een laagconjunctuur naar 57% in een hoogconjunctuur. De beleidswaarde is na 2018 alleen maar verder gestegen en hoewel dat voor nu gunstig is geeft het voorbeeld wel aan dat het bij economische tegenslag, die woningcorporaties soms maar beperkt raakt, de beleidswaarde én de LTV snel en fors kan verslechteren.

Ook de overheid en de toezichthouders onderkennen deze problematiek (Aw, 2021 & BZK, 2021). In het Onderzoek & Middelen rapport uit 2021 wordt bijvoorbeeld met een gecorrigeerde disconteringsvoet gerekend om zo de harde daling van de afgelopen jaren wat uit te vlakken. Het Economisch Instituut voor de Bouw (2019) heeft dit nog wat rigouzeuzer aangepakt door een geheel nieuwe, en fors lagere, disconteringsvoet te gebruiken om de beleidswaarde opnieuw te berekenen en daarmee vervolgens een inschatting te maken van de investeringsruimte die vrij zou komen. Zij komen tot de conclusie dat de beleidswaarde 40% hoger zou moeten zijn en dat dit zou betekenen dat de investeringscapaciteit van woningcorporaties met € 40 miljard omhoog kan. Dit onderzoek moet wel wat genuanceerd worden door de kanttekening te plaatsen dat de waarde van het bezit niet de enige maatstaf is waarop corporaties worden beoordeeld en dat de maximale grenzen door de toezichthouders ook bijgesteld kunnen worden. Met andere woorden, een hogere beleidswaarde hoeft niet per definitie te leiden tot meer investeringsruimte. Los daarvan geven beide onderzoeken wel een beeld van de potentiële impact van de disconteringsvoet.

4.5 Conclusie

Corporaties worstelen met het breder toepassen van de beleidswaarde. Hoewel de beleidswaarde wel inzicht geeft in de verdien capaciteit van het corporatievastgoed is er de nodige kritiek. Deze kritiepunten hebben er toe geleid dat de beleidswaarde lang niet door iedereen wordt gebruikt, naast de verplichte opname in de jaarrekening en dPi/dVi dan. De hierboven aangehaalde onderzoeken concluderen dat de beleidswaarde nog niet heel geschikt is voor financiële afwegingen op het niveau van de investering (complexniveau). Deze onderzoeken benoemen wel de optie om de beleidswaarde te gebruiken om de financiële continuïteit op het niveau van de corporatie te beoordelen. Hoewel een deel van de beperkingen van de beleidswaarde op corporatieniveau omzeild wordt zijn de beperkingen van de marktconforme disconteringsvoet, de eeuwigdurende levensduur en de technische veroudering ook hier nog van toepassing (Conijn, 2020). Deze beperkingen maken een goede inschatting van het (toekomstige) eigen vermogen lastig. Wat in de praktijk ook gebeurt is dat corporaties voor de zekerheid nog een stuk onder de grenzen van de toezichthouders gaan zitten. Er wordt dus een extra buffer aangehouden. Echter, doordat de disconteringsvoet in de beleidswaarde op basis van de markt is, zit daar al impliciet een extra risico-opslag in. Daar bovenop nemen ze vervolgens dus nog eens een extra buffer. Het is daarom verstandig om te kijken wat mogelijke alternatieven zijn.

Hoofdstuk 5 – Oplossingsrichtingen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de opgedane kennis uit de voorgaande hoofdstukken gebruikt om een aantal mogelijke oplossingsrichtingen voor de huidige disconteringsvoet te identificeren en te beschrijven. In de eerste oplossingsrichting wordt de huidige disconteringsvoet als vertrekpunt genomen. De tweede oplossingsrichting gebruikt nog wel de methodiek maar niet de uitkomst. Voor de derde optie wordt er gekeken naar hoe de overheid haar rendementseis bepaalt. Bij oplossingsrichtingen vier en vijf wordt er gekeken naar de kosten, en dus rendementseisen, van de corporatiesector zelf.

5.2 Oplossingsrichtingen

Oplossing I: Afslag op de marktconforme disconteringsvoet

Als de constatering is dat de marktconforme disconteringsvoet te hoog is voor de beleidswaarde dan ligt als oplossing voor de hand deze eenvoudigweg te verlagen. De lastigheid zit hier uiteraard in het bepalen van de hoogte van die afslag. In het theoretische gedeelte in hoofdstuk twee zijn de in de markt gehanteerde methodes behandeld die hier bruikbaar voor kunnen zijn. In de eerste methode wordt gekeken naar de risicoverhouding tussen vastgoed en andere beleggingscategorieën. Er kan bijvoorbeeld gekeken worden naar het historische verschil tussen het rendement van woningcorporaties en het rendement van andere beleggers, beleggingscategorieën of segmenten. Er zou dus onderzocht kunnen worden of er toch weer te benchmarken is met commerciële beleggers zoals in de IPD tijd (zie ook 4.4 cijfermatige beschouwing). Ook kan er gekeken worden naar het verschil in rentes tussen corporaties en beleggers of geborgde en ongeborgde leningen (zoals beschreven in 4.4). Een andere methode zou zijn om gebruik te maken van het CAPM. De vraag is dan wel of deze methode is te vertalen naar de corporatiesector. Voor deze methode is het nodig om het risicovrije rendement, het verwachte marktrendement en de bèta te bepalen. Voor het risicovrije rendement kan worden gekeken naar langjarige staatsobligaties. Voor het bepalen van het marktrendement kan naar de commerciële vastgoedmarkt worden gekeken. Echter, ook hier speelt weer het vraagstuk of historische gegevens een goede inschatting zijn voor de toekomst. Daarnaast zijn er ook nog een aantal vraagstukken specifiek voor de vastgoedmarkt. Het CAPM is, zoals de meeste economische theorieën, onder de aanname van perfecte markten. Zoals uiteengezet in hoofdstuk twee is dat voor vastgoed lastig stand te houden (zie ook Van Gool et al., 2013). Dit vertroebelt het beeld. De bèta is nog lastiger (zie ook 2.4). Corporaties zijn uiteraard niet beursgenoteerd en ze verkopen relatief weinig. Verkopen op basis van beleidswaarde komen niet voor dus daar is al helemaal geen marktbewijs voor beschikbaar. Er is dus weinig objectief referentiemateriaal om een bèta aan te ontleen. Een laatste kanttekening bij deze methode is dat in het CAPM de veronderstelling zit dat de belegger individuele risico's zoveel mogelijk wegdiversifieert. Voor woningcorporaties is dat gezien hun maatschappelijke doelstellingen en hun gebondenheid aan woningmarktregio's geen realistische aanname.

Oplossing II: Opbouwmethode voor beleidsconforme disconteringsvoet

Een tweede oplossingsrichting is om niet de disconteringsvoet uit de marktwaarde als startpunt te nemen maar wél de manier waarop deze wordt vastgesteld. Met andere woorden, niet de uitkomst maar wel de methode. De disconteringsvoet in marktwaarde wordt in de basis versie van het Handboek vastgesteld middels een opbouwmethode. De opslagen die worden gebruikt in het opbouwen van de disconteringsvoet zouden dan kunnen worden aangepast aan

de beleidswaarde. Probleem bij de basis versie is echter dat deze wordt afgeleid van de full waardering van vorig jaar. Om eventuele aanpassingen te kunnen doen kan dus beter gekeken worden naar hoe de disconteringsvoet in de full versie wordt opgesteld. Taxateurs gebruiken veelal een vergelijkbare methodiek, dus ook een opbouwmethode. Ter illustratie kan de methode beschreven in 3.5.3 worden aangepast aan de beleidswaarde. Startpunt is dan weer een basisdisconteringsvoet en vervolgens kunnen de verschillende op- en afslagen worden aangepast. Als de aanname is dat locatie bijvoorbeeld niet zo relevant is voor het risicoprofiel van corporaties dan zou die opslag kunnen worden verlaagd. Waar in het marktwaardemodel een van afslagen afhangt van het verschil tussen de huidige huur en de markthuurlaag kan hier naar het verschil tussen huidige huur en de streefhuur worden gekeken. Omdat corporaties op het gebied van duurzaamheid weer specifieke afspraken en verplichtingen hebben zou die opslag kunnen worden verhoogd. Uiteindelijk blijft er dan een model over waarin de risico's die voor woningcorporaties er echt toe doen beter tot uiting komen.

Oplossing III: Maatschappelijke disconteringsvoet

Voor de derde oplossingsrichting wordt aangesloten op de landelijke overheid die voor haar investeringsafwegingen rekent met een maatschappelijke disconteringsvoet. In 2020 bedroeg die 2,25%. Dit was opgebouwd uit een risicovrij deel van -1% en een risicopremie van 3,25%. Voor het bepalen van het risicovrije deel was er gekeken naar de reële risicovrije rentes met een looptijd van 10 en van 30 jaar. De maatschappelijke disconteringsvoet van 2,25% is nominaal wat betekent dat deze gebruikt moet worden in een DCF-berekening waarin de inflatie is weggelaten. In de beleidswaarde berekening die woningcorporaties gebruiken wordt echter wel rekening gehouden met inflatie. Het percentage van 2,25% moet hier dus voor worden gecorrigeerd om het zo in reële termen uit te drukken. Als er wordt uitgegaan van een inflatie van rond de 2,0% dan komt de maatschappelijke disconteringsvoet uit op ongeveer 4,1%. Voor projecten met hoge vaste, verzonken kosten, waar vrijwel geen alternatieve toepassingsmogelijkheden voor zijn, wordt er gerekend met een lagere risicopremie. Voor projecten met sterk niet-lineair verloopende opbrengsten, die hard meebewegen met de economie, juist met een hogere premie. Ook is er gekozen om gedurende de looptijd van een project te rekenen met dezelfde disconteringsvoet, iets wat niet in elk land gebruikelijk is. Voor woningcorporaties ligt het voor de hand om uit te gaan van de standaard risicopremie. De opbrengsten van een corporatiewoning zijn over het algemeen voorspelbaar en bewegen ook niet zo sterk mee met de economie. Daarnaast is er meestal wel een alternatieve toepassingsmogelijkheid, de woning kan immers ook verkocht worden. Eventueel zou er een opslag kunnen worden gehanteerd voor aardbevingsgebieden en krimpregio's.

Oplossing IV: Volkshuisvestelijke disconteringsvoet

De vorige oplossingsrichting betrof een generieke rendementseis voor allerlei maatschappelijke investeringen, dus niet specifiek voor de corporatiesector. Een andere oplossingsrichting is om te kijken of het mogelijk is om een specifieke rendementseis voor woningcorporaties op te stellen. Bij de bedrijfswaarde, de voorganger van de beleidswaarde, werd dit ook gedaan. Dit was een door de toezichthouders voorgeschreven disconteringsvoet die van toepassing was op alle woningcorporaties. Deze werd berekend op basis van de rente op staatsleningen met een looptijd van tien jaar plus een opslag voor de geborgde financiering. In het laatste jaar dat de bedrijfswaarde werd gehanteerd kwam dit neer op een disconteringsvoet van 5,0%. Dit was opgebouwd uit een rente van 4,25% plus een opslag van 0,75% (WSW, 2016). Uitgangspunt was het renteniveau omdat corporaties kapitaalintensief zijn en voor een aanzienlijk deel zijn gefinancierd met leningen. Het zijn de opbrengsten uit de woningen die de rente en aflossing moeten kunnen dekken (Gruis, 2003). De rente waarmee gerekend werd betrof de lange

termijn rente voor Nederland die was gebaseerd op het langjarig historisch renteniveau. De reden om niet de rente van dat moment te gebruiken maar een historisch gemiddelde was dat vastgoed een erg lange levensduur heeft en dat er dus niet te veel moet worden gekeken naar korte termijn bewegingen. Dit werd vervolgens verhoogd met een opslag van 0,75% om zo het verschil tussen staatsleningen en de woningcorporaties tot uiting te laten komen. De hoogte van dit percentage werd vastgesteld op basis van “ervaring en in schatting WSW”.

Oplissing V: WACC

Omdat de disconteringsvoet dus eigenlijk een rendementseis vormt is het logisch om ook te kijken naar hoe woningcorporaties zelf tot een rendementseis voor hun investeringen komen. In de praktijk berekenen veel corporaties hun rendementseis op basis van hun gemiddelde vermogenskostenvoet. Een WACC benadering dus. Voor het bepalen van de WACC moeten vier verschillende parameters worden vastgesteld. Uit onderzoeken van Pronk (2019) en Driesprong (2020) blijkt dat in de praktijk elke corporatie net weer andere aannames maakt bij het vaststellen van deze parameters. Bij de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen (leverage) is het bijvoorbeeld de vraag of moet worden uitgegaan van de huidige verhouding of van de toekomstige, gewenste verhouding. Daarnaast is er de vraag of het eigen vermogen moet worden berekend op basis van marktwaarde of beleidswaarde. Ook over de bepaling van de rentekosten van het vreemd vermogen is er discussie mogelijk. Veelal wordt er hier gekeken naar de huidige gemiddelde rente over de eigen, huidige portefeuille. Dit renteniveau kan echter stevig afwijken van het verwachte, langjarige toekomstige gemiddelde. De bepaling van de kosten van het eigen vermogen is in de praktijk misschien nog lastiger. Buiten de corporatiesector is het gebruikelijk om hier het CAPM voor te gebruiken. Zoals in hoofdstuk 3 beschreven is dit voor woningcorporaties vrijwel niet mogelijk. Een van de corporaties uit het onderzoek van Pronk (2019) had dit nog wel geprobeerd maar was er niet uitgekomen. Als alternatief vallen de meeste corporaties terug op de inflatie of de bouwkostenindex als proxy voor het geëist rendement op het eigen vermogen.

Deze uitdagingen zijn in lijn met de waarschuwingen van Boot & Ligterink (2011). Hoewel zij niet ingaan op specifiek woningcorporaties maken zij wel de opmerking dat met name in sterk gereguleerde sectoren en bij langetermijninvesteringen de WACC problematisch is omdat bij de onderliggende parameters veelal wordt uitgegaan van korte termijn vergoedingen voor de vermogensverschaffers. Gils & Swagerman (2015) hebben de kritiek van Boot & Ligterink (2011) opgepakt en hebben geprobeerd om een vertaling te maken naar de corporatiesector. Voor de leverage stellen zij voor dat corporaties en toezichthouders afspraken maken over wat zij een wenselijk niveau vinden. Voor de risicovrije rente achten zij het logisch om te kijken naar Nederlandse staatsleningen omdat deze qua munteenheid en inflatie-verwachtingen aansluiten op de kasstromen van corporaties. Voor de looptijd van de referentieleningen is het theoretisch beter aan te sluiten op de lange levensduur van de woningen maar tien jaar vinden ze een acceptabel compromis. Voor de risico-opslag stellen zij voor te kijken naar de risico-opslag die organisaties met een vergelijkbare kredietwaardigheid betalen. Voor het bepalen van de kostenvoet van het eigen vermogen is een bèta en een marktrisicopremie nodig. Voor de bèta stellen zij voor om die af te leiden van beursgenoteerde bedrijven die gericht zijn op de woningmarkt. Vervolgens dient er nog gecorrigeerd te worden voor verschillen in vermogensstructuur. Tot slot dient er een marktrisicopremie te worden berekend. Hier zijn meerdere methoden voor en de auteurs stellen pragmatisch voor om deze methoden simpelweg te middelen. Gils & Swagerman (2015) concluderen dat ondanks het gebrek aan informatie de WACC wel degelijk toe te passen is bij woningcorporaties.

5.3 Conclusie

De in dit hoofdstuk benoemde oplossingsrichtingen zijn gekozen omdat ze elk op hun eigen manier een alternatief kunnen zijn voor de huidige disconteringsvoet. Tussen de vijf opties zitten grote verschillen, zowel conceptueel als qua uitwerking. Door deze verschillen passen ze de huidige nadelen van de marktconforme disconteringsvoet in meer of mindere mate aan en komen ze ook zo met hun eigen uitdagingen. In tabel 2 is een overzicht opgenomen van de vijf oplossingsrichtingen en hun specifieke sterke, zwakke en aandachtspunten. Voor het bepalen van die punten is gekeken naar het doel dat de toezichthouders op dit moment met de beleidswaarde voor ogen hebben en met de punten die door een aantal auteurs en corporaties zelf zijn benoemd. Deze punten waren behandeld in hoofdstukken drie en vier. De oplossingsrichtingen verschillen onderling sterk in complexiteit. Deze complexiteit hangt overigens wel sterk af van de exacte invulling en berekening van de oplossingsrichting. Daarnaast biedt de ene oplossingsrichting veel ruimte voor maatwerk, zowel op corporatie of complexniveau, terwijl andere oplossingsrichtingen op corporatieniveau of zelfs sectoraal worden bepaald. In het theoriegedeelte werd al aangestipt dat de onderbouwing van de disconteringsvoet in de praktijk lastig kan zijn. De oplossingsrichtingen variëren ook op dit vlak sterk. Tot slot zijn er voor de oplossingsrichtingen nog specifieke aandachtspunten benoemd. Deze voor- en nadelen en aandachtspunten komen ook terug in de interviews en de uiteindelijke discussie.

	Afslag op de marktconforme disconteringsvoet	Opbouwmethode	Maatschappelijke disconteringsvoet	Volkshuisvestelijke disconteringsvoet	WACC
Sterke punten	<ul style="list-style-type: none"> * Eenvoud * Uitlegbaarheid * Aansluiting op marktwaarde blijft behouden 	<ul style="list-style-type: none"> * Sluit aan op methodiek uit de full waarderingen * Houdt rekening met complexkenmerken én kasstromen * Er kan gecorrigeerd worden voor locatie en duurzaamheid * Stabiel 	<ul style="list-style-type: none"> * Eenvoud * Uitgebreide onderbouwing * Stabiel * Eventueel aan te passen voor specifieke situaties 	<ul style="list-style-type: none"> * Eenvoud * Herkenbare systematiek * Aansluiting op kosten vreemd vermogen 	<ul style="list-style-type: none"> * Herkenbare systematiek * Aansluiting op zowel eigen als vreemd vermogen
Zwakke punten	<ul style="list-style-type: none"> * Volatiliteit wordt niet gecorrigeerd * Exacte afslag lastig te onderbouwen * Geen directe benchmark meer beschikbaar 	<ul style="list-style-type: none"> * Complexiteit * Geen markt evidence beschikbaar 	<ul style="list-style-type: none"> * Niet corporatiesector specifiek * Houdt geen rekening met complex of corporatiekenmerken 	<ul style="list-style-type: none"> * Houdt geen rekening met complexkenmerken * Houdt geen rekening met corporatiekenmerken 	<ul style="list-style-type: none"> * Geen consensus onder corporaties over hoe de WACC te bepalen * Voor corporaties niet op een 'theoretisch juiste manier' te bepalen
Aandachtspunten bij verdere uitwerking	<ul style="list-style-type: none"> * Generieke afslag of differentiatie per corporatie of complex 	<ul style="list-style-type: none"> * Objectieve onderbouwing van op- en aflagen * Balans tussen precisie en eenvoud * Benodigde data beperken 	<ul style="list-style-type: none"> * Toepasbaarheid bij corporaties in krimp of aardbevingsgebieden of corporaties met een specifieke doelgroep 	<ul style="list-style-type: none"> * Bepalen langjarig gemiddeld renteniveau * Bepalen opslag 	<ul style="list-style-type: none"> * Uniformiteit en mate van vrijheid berekenwijze * Onderbouwing

Tabel 2: overzicht oplossingsrichtingen

Hoofdstuk 6 – Operationalisatie onderzoek

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de gehanteerde methodologie voor de empirische analyse. Hier wordt ook teruggerepen op de theoretische hoofdstukken omdat de bevindingen uit de literatuur voor een groot deel de gemaakte keuzes bepalen. Die bepalen bijvoorbeeld het type onderzoek, het verzamelde onderzoeksmateriaal en de analysemethode. Deze keuzes komen overigens met specifieke voor- en nadelen en ook die worden toegelicht.

6.2 Methodologie

In het onderzoek staat de zoektocht naar een beleidsconforme disconteringsvoet centraal. Het heeft een toetsend en een verkennend karakter. Hoewel er in de literatuur meerdere tekortkomingen aan de beleidswaarde zijn besproken moet er ook worden bekeken of bevestigd wordt door de corporaties. Vervolgens kan onderzocht worden waar deze tekortkomingen in zitten en wat de gevolgen zijn. Daarna kunnen ook mogelijke oplossingsrichtingen worden verkend. Gezien de exploratieve aard van deze opzet ligt een kwalitatief onderzoek voor de hand. Binnen het spectrum van kwalitatieve onderzoeksmethoden moet er nog de keuze worden gemaakt tussen schriftelijk interviewen (enquêtes) of mondeling (interviews). Het voordeel van een enquête is dat als deze eenmaal is opgesteld en uitgezet dat het afnemen en de verwerking relatief snel kan gaan. De respondenten vullen de enquête namelijk zelfstandig in en de antwoorden komen terug in een vast formaat. Deze methode is ook praktisch om een grotere groep respondenten te bereiken. Deze optie is wel uitvoerig verkend en zelfs getest maar uiteindelijk niet toegepast. Het verkennende karakter van het onderzoek, maar waar juist ook de diepte wordt gezocht, maakt het lastig om dit te vangen in een duidelijke en bondige enquête. Er is uiteindelijk gekozen om interviews te houden door middel van een uitgebreide vragenlijst die persoonlijk is afgenomen. Voor de vragenlijst is een combinatie van gesloten en open vragen gebruikt. De gesloten vragen maken de verdere analyse eenvoudiger en beter vergelijkbaar. Bij de gesloten vragen was ook ruimte voor toelichting door de respondenten en voor doorvragen door de interviewer. Hoewel de basis van de beleidswaarde bij alle respondenten bekend is blijkt in de praktijk dat sommige details soms onduidelijk zijn en dat zeker de mogelijke oplossingsrichtingen duiding behoeven. Daar was in dit format ook meer ruimte voor. Nadeel van deze methode is dat de uitvoering en verwerking tijdrovend is en dat er uiteindelijk een kleiner aantal respondenten haalbaar is. De gesloten antwoorden zijn verwerkt in histogrammen om zo een eenvoudig af te lezen beeld van de spreiding te krijgen. De antwoorden op de open vragen zijn gegroepeerd op steekwoorden om zo een indruk te krijgen van de frequentie van bepaalde meningen. Aan het eind van de interviews is ook nog gevraagd naar zaken als de functietitel, provincie en of de desbetreffende corporatie de full of basis waardering hanteert. Dit is gedaan om te kijken of er wel een gevarieerde groep van respondenten is ondervraagd. Gezien de kleine sample zijn de resultaten niet uitgesplitst voor deze factoren. In de reflectie wordt hier nog op ingegaan.

6.3 Opzet interviews

De interviews volgen de structuur van de deelvragen. Hier is gebruik gemaakt van de theoretische bevindingen waarin de tekortkomingen aan de beleidswaarde en de geïdentificeerde oplossingsrichtingen werden beschreven. In deze paragraaf worden de vragen besproken. Voor de duidelijkheid zijn deze hier per deelvraag gegroepeerd. De volledige vragenlijst is opgenomen in bijlage I.

Waarom hanteren woningcorporaties het waardebegrip beleidswaarde?

Allereerst is geïnventariseerd waarom deze corporaties de beleidswaarde gebruiken. Gebruiken de corporaties de beleidswaarde alleen voor de verplichte verantwoording in de jaarrekening en dPi/dVi of maken ze er ook gebruik van voor interne doeleinden? En zo ja, wat zijn die doeleinden en waarom wordt daar de beleidswaarde voor ingezet? Vervolgens is er ook gevraagd naar eventuele extra gewenste toepassingen, wat willen corporaties zelf met de beleidswaarde bereiken? Bij de corporaties die verder geen gebruik maken van de beleidswaarde is hier uiteraard ook naar geïnformeerd. Om deze discussie wat meer vorm te geven is dit doorvragen gedaan door te vragen wat respondenten nu sterke punten vinden van de beleidswaarde en wat zij als aandachtspunten zien. Hier is bewust gekozen voor open vragen omdat gesloten vragen (opties) als te leidend kunnen worden ervaren. Deze openingsvragen zijn ook bedoeld om de respondenten te helpen om voor zichzelf een beeld te vormen van wat zij van de beleidswaarde vinden. Vervolgens is door middel van twee gesloten de vragen de link gelegd met het beoordelingskader van de toezichthouders. Hier is bewust niet gevraagd naar hun mening over dit kader, dat zou een onderzoek op zich zijn, maar meer naar wat de corporaties zelf uit de beleidswaarde halen.

Hoe wordt de disconteringsvoet in de beleidswaarde bepaald?

De tweede deelvraag is bewust (grotendeel) overgeslagen in de interviews. Uit het literatuuronderzoek is hier voldoende antwoord opgekomen en hier verder op doorvragen heeft geen meerwaarde. Als corporaties de basis versie van het Handboek hanteren is de systematiek tot in detail in dat Handboek te vinden. Als ze full versie gebruiken hangt het af van de invulling van de desbetreffende taxateur. Dit is ook uitvoerig beschreven in de literatuur en wordt hier aangevuld met twee expert interviews (van buiten de corporaties). Als controlevraag is er nog wel gevraagd naar of de corporatie van de respondent waardeert volgens de basis of full versie.

Is deze disconteringsvoet passend voor het risicoprofiel van sociale huurwoningen en het corporatiebeleid?

In dit gedeelte van het interview is bekeken of corporaties de disconteringsvoet in de beleidswaarde vinden aansluiten op de corporatiesector. Zien zij überhaupt verschillen met beleggers? De discussie over het fluctueren van de disconteringsvoet uit de marktwaarde wordt hier ook aangestipt. Ook is de directe vraag gesteld of deze disconteringsvoet geschikt is voor de beleidswaarde.

Wat is het gevolg van het hanteren van een marktconforme in plaats van een beleidsconforme disconteringsvoet?

Het kan voorkomen dat corporaties de disconteringsvoet misschien niet passend vinden maar dat het verder volgens hen geen gevolgen heeft en dus eigenlijk niks uitmaakt. Hier is bewust voor een open vraag gekozen om de respondenten uit te nodigen hun gedachten over mogelijke gevolgen te delen zonder dit vooraf voor ze in te vullen.

Wat zijn mogelijke oplossingsrichtingen om tot een beleidsconforme disconteringsvoet te komen?

Allereerst is er gevraagd of het überhaupt wenselijk is om een beleidsconforme disconteringsvoet te ontwikkelen. De deelvraag is vervolgens gesplitst in twee onderdelen. Allereerst zijn er algemene vragen gesteld over een de afwegingen die relevant zijn voor het type oplossing en de eventuele invulling van een oplossing. Zo is er gevraagd of de beleidswaarde voor de respondent relevant is op portefeuilleniveau of ook op een lager niveau. Ook is gevraagd naar de koppeling met de marktwaarde en naar de waterval en of deze behouden dient te worden. Daarna zijn er vragen gesteld over hoe een disconteringsvoet vast te stellen. Moeten alle corporaties hier dezelfde methode voor gebruiken en moet de disconteringsvoet voor alle corporaties gelijk zijn of moet/mag deze variëren per corporatie of zelfs per complex? Vervolgens zijn mogelijke factoren die een beleidsconforme disconteringsvoet kunnen

beïnvloeden voorgelegd ter beoordeling. Het tweede deel van de beantwoording van deze deelvraag is een toetsing van de in hoofdstuk vijf genoemde mogelijke oplossingsrichtingen. Er is voor gekozen om deze vijf opties kort te beschrijven waarna de respondent is gevraagd deze te ranken naar mate van voorkeur. Vervolgens is bij de voorkeursoptie doorgevraagd naar de motivatie en eventueel aandachtspunten bij een eventuele nadere uitwerking van deze optie. Omwille van tijd en wisselende affiniteit met sommige opties is er voor gekozen om niet alle opties in detail te bespreken met elke respondent. Aan het eind zijn de respondenten ook nog in de gelegenheid gesteld om met eigen suggesties te komen.

6.4 Geïnterviewde corporaties

Voor de selectie van de respondenten waren verschillende opties beschikbaar. Allereerst was het mogelijk geweest om willekeurig een aantal corporaties aan te schrijven. Daarnaast had er ook ingezoomd kunnen worden op een bepaalde subset van corporaties, die bijvoorbeeld een bepaalde eigenschap delen. Aangezien dit een verkennend onderzoek betreft en de disconteringsvoet in de marktwaarde van een aantal specifieke eigenschappen afhangt is er voor gekozen om niet een random steekproef te nemen. Zo is er bewust gekozen voor een mix van corporaties die op de full en basis waardering zitten en een grote geografische spreiding. De gedachte hierachter was dat aangezien het een verkennend onderzoek is het een meerwaarde heeft om zoveel mogelijk verschillende perspectieven te horen. Nadeel van deze methode is dat het lastiger is om aan te nemen dat de meningen in deze selectie representatief zijn voor de gehele corporatiesector. Er is met 13 personen van in totaal 10 corporaties gesproken (zie tabel 3).

	Corporatie	Naam	Functie
1	Alwel	Ronald van Isselt	Manager bedrijfsvoering
2	Beveland Wonen	André Poortvliet	Manager financiën
3	Casade	Martijn Kumeling	Manager financiën en waardesturing
4	Elkien	Jos de Vries Lotte Weda	Manager financiën Senior medewerker financiën
5	L'escout Woonservice	Mariska Boone Yucel Uslu	Financial controller Financieel medewerker
6	Nijstee	Jan-Gerrit Houtsma	Directeur financiën en informatie
7	Ons Huis	Ivette van Vugt	Adviseur vastgoedsturing
8	Stadlander	Peter Verheijen	Directeur bedrijfsdiensten
9	ZOwonen	Paul Frijters	Analist financieel beleid

Tabel 3: lijst met geïnterviewde corporaties

6.5 Conclusie

In dit hoofdstuk is een uiteenzetting van de empirische analyse gegeven inclusief de motivatie en voor- en nadelen van bepaalde keuzes. De keuze voor een vaste vragenlijst met een combinatie van gesloten en open vragen heeft als voordeel dat dit vervolgens eenvoudiger is te verwerken en te analyseren. Door de vragenlijst persoonlijk af te nemen blijft het wel mogelijk om dieper in te gaan op sommige antwoorden. Gezien het verkennende karakter van het onderzoek een meerwaarde. Naast een groep corporaties zijn ook nog een accountant, een adviseur en een taxateur geïnterviewd. Voor deze drie expertinterviews is wel een afwijkende structuur voor het gesprek gehanteerd en is meer gericht op een aantal specifieke delen van het onderzoek. De expertinterviews zijn vooral gebruikt voor de algemene beeldvorming van de auteur zelf en komen slechts in beperkte mate terug in de resultaten, met uitzondering van deelvraag twee.

Hoofdstuk 7 – Uitwerking onderzoek

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten van de interviews besproken. De resultaten zijn hieronder gegroepeerd per deelvraag. Deelvragen 1, 3, 4 en 5 worden beantwoord met behulp van de antwoorden van de corporaties. Deelvraag 2 wordt volledig beantwoord op basis van de gesprekken met de taxateurs omdat deze deelvraag gericht is op de onderliggende waarderingmethode uit de marktwaarde.

7.2 Resultaten interviews

Deelvraag 1: Waarom hanteren woningcorporaties het waardebegrip beleidswaarde?

Naast het verplicht rapporteren in de jaarrekening en dPi/dVi gebruiken alle geïnterviewde corporaties de beleidswaarde voor interne doeleinden. De meest gehoorde motivatie is om aan te sluiten op het beoordelingskader van de toezichthouders. Eén van de respondenten geeft letterlijk aan dat zijn corporatie de beleidswaarde absoluut niet zou gebruiken als het niet in het beoordelingskader van Aw en WSW zou voorkomen. Alle corporaties noemen het middels de begroting inzicht krijgen in de ontwikkeling van de LTV en daaraan gerelateerde investeringscapaciteit. De corporaties staan voor een forse investeringsopgave, qua verduurzaming en/of beschikbaarheid, en willen graag inzicht in de lange termijn ontwikkeling van hun financiële ratio's. De helft benoemt dat ze de komende jaren maximaal willen investeren maar nog wel de continuïteit willen bewaken. Een van de respondenten omschrijft het als volgt: “De marktwaarde realiseren we toch niet en dat betekent dat we ons eigen vermogen ook niet gaan realiseren. Dus laten we het ook andersom zien. Als we dit beleid volgen, welk deel van het eigen vermogen is er dan überhaupt nog, is dat voldoende om onze risico's in de toekomst af te dekken en wat blijft er nog over om extra te investeren?”. Daarnaast gebruikt de meerderheid de beleidswaarde voor het beoordelen van investeringsbeslissingen. De meesten hebben de beleidswaarde opgenomen in hun investeringsstatuut. Twee van de corporaties geven aan dat zij vinden dat de beleidswaarde dusdanig belangrijk is voor de ratio's dat je ook inzichtelijk moet maken wat een investering daaraan bijdraagt. Twee respondenten willen inzicht krijgen in het onrendabele deel van hun investeringen en hoe lang ze dat kunnen volhouden. De meeste corporaties hanteren ook de marktwaarde bij hun beslissingen. Een kleine minderheid gebruikt daarnaast ook een eigen kasstroomberekening die lijkt op de oude bedrijfswaarde.

Naast het huidige gebruik is er ook gevraagd naar mogelijke gewenste gebruiksdoeleinden. Twee van de corporaties geven aan dat ze liever zien dat in de jaarrekening de beleidswaarde op de balans zou komen te staan in plaats van de marktwaarde. Twee andere corporatie geven aan dat de beleidswaarde gebruikt zou moeten kunnen worden om beter inzicht te krijgen in de ontwikkeling van het eigen vermogen. Eén van de respondenten noemt de beleidswaarde als grondslag voor onderlinge verkopen tussen corporaties als een redelijkere prijs dan de marktwaarde. Echter, een andere corporatie geeft juist aan hier niets in te zien omdat het qua (administratieve) verantwoording weer ongelukkige situaties oplevert. Een derde van de respondenten geeft aan dat ze de beleidswaarde meer voor benchmarking zouden willen gebruiken, het liefst op complexniveau. “Het kan inzicht geven om je afslagen te vergelijken met andere corporaties. Zo van, welke afslagen hebben jullie en waarom gaat dat anders dan bij ons?” Deze corporaties geven aan dit nu nog te weinig te doen. Dat heeft niet persé iets te maken met de beleidswaarde zelf maar meer met er nog niet aan toe gekomen te zijn als organisatie.

Alle respondenten zien ook een aantal sterke punten aan de beleidswaarde. Dat het eigen beleid er in tot uiting komt is een meerwaarde ten opzichte van de marktwaarde. “Met die vier stappen in de waterval laat je wel zien waar je staat als corporatie”. Het is die waterval die veel genoemd wordt want deze levert bruikbare inzichten op. “Het helpt om onze maatschappelijke inzet inzichtelijk te maken”. Eén van de corporaties noemt het inzicht in wat je inreken voor onderhoud en beheer ten opzichte van de markt maar ook ten opzichte van voorgaande jaren als een nuttig inzicht. Een andere corporatie stipt aan dat het goed is dat er via de beleidswaarde een relatie wordt gelegd tussen de kasstromen en de waarde van het bezit. Ook wordt het gezien als een voorzichtige waarde, “als je het binnen de beleidswaarde redt dan moet het wel goed zitten”. Een derde van de corporaties vindt het een voordeel dat de beleidswaarde sterk genormeerd is. Dat komt volgens hen deels doordat het van de marktwaarde wordt afgeleid en deels doordat voor de afslagen regels zijn opgesteld. Men maakt hier ook de vergelijking met de oude bedrijfswaarde waarbij corporaties veel meer vrijheid hadden om zelf hun normen en aannames in te rekenen. Het is deze uniformiteit, vergelijkbaarheid en objectiviteit die gewaardeerd wordt.

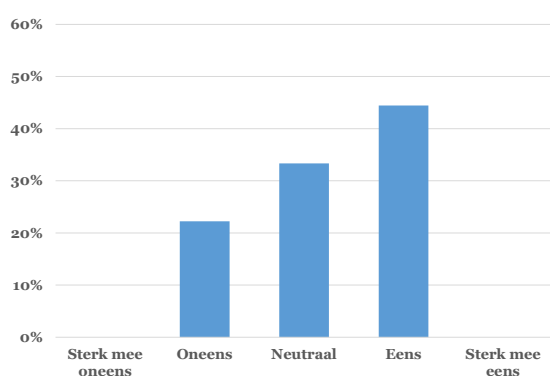
De ondervraagde corporaties stippen ook een aantal aandachtspunten aan. Een kwart vindt de rekenkundige aanname van een eeuwigdurende exploitatie niet realistisch. Dit maakt het inrekenen van renovaties onnodig onrendabel doordat ze niet meer levensduur verlengende effecten kunnen inrekenen. Eén van de corporaties denkt hier echter weer heel anders over. Deze geeft aan dit geen probleem te vinden en maakt de vergelijking met de eigenaar-bewoner die vrijwel nooit zijn of haar woning sloop na 50 jaar, “Dus waarom zouden wij wel die aanname maken?” Weer een andere corporatie geeft aan de beleidswaarde sowieso niet zo relevant te vinden bij renovaties maar dat het om de kasstromen gaat. Meerdere corporaties geven aan dat bij de langjarige prognoses van de beleidswaarde er onvoldoende rekening wordt gehouden met de functionele veroudering van de woningen. Twee corporaties zouden graag ook hun geplande verkopen, sloop en renovaties willen inrekenen, zoals dat bij de bedrijfswaarde kon. Een derde beschouwt de eindwaarde als een probleem. Het blijft een black box berekening en de relatie met de disconteringsvoet is onduidelijk. Een derde geeft aan dat hoewel er door de toezichthouders een aantal richtlijnen is meegegeven voor de bepaling van de normen die de beleidswaarde ingaan er nog altijd veel verschillen lijken te zijn in hoe corporaties hier mee omgaan. Zo wordt de discussie over onderhoud of investering aangehaald maar ook de kwaliteit van de individuele langjarige begrotingen. Dit komt de onderlinge vergelijkbaarheid niet ten goede is de vrees. Tot slot benoemen vrijwel alle corporaties de disconteringsvoet als problematisch. Hier wordt zowel de hoogte als de wijze van bepalen genoemd. In een aantal van de volgende deelvragen wordt hier nader op ingegaan.

De beleidswaarde

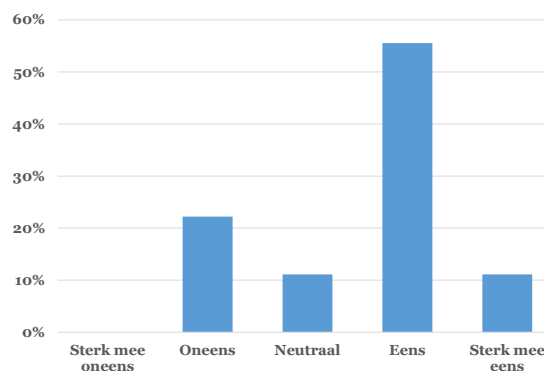
Sterke punten	<ul style="list-style-type: none"> • Aansluiting op het eigen beleid • Waterval geeft inzicht en is eenvoudig uit te leggen • Uniformiteit voorgeschreven normen en afslagen • Uniformiteit en objectiviteit uit marktwaarde • Vergelijkbaarheid
Aandachtspunten	<ul style="list-style-type: none"> • De bepaling en hoogte van de disconteringsvoet • De eindwaardeberekening • Sluit nog onvoldoende aan op corporatiekasstromen • Volatiliteit • Eeuwig durende exploitatie • Functionele veroudering • Uniformiteit normen voor onderhoud en beheer • Bruikbaarheid bij investeringsbeslissingen • DCF periode van 15 jaar

Gebruik	<ul style="list-style-type: none"> • Inzicht verkrijgen in lange termijn ontwikkeling LTV en investeringscapaciteit • Inzicht in maatschappelijke bijdrage • Waterval als communicatiemiddel • Beoordelen investeringen • Benchmarking
----------------	---

Tabel 4: Samenvatting meningen over de beleidswaarde (gesorteerd van meest naar minst benoemd)



Vraag 5: *De beleidswaarde geeft mijn corporatie inzicht in de waarde van ons vastgoed en onze financiële positie, rekening houdend met continuering van onze maatschappelijke opgave.*



Vraag 6: *De beleidswaarde geeft mijn corporatie inzicht in het verschil in waarde, en daarmee vermogen, dat wij inzetten voor onze maatschappelijke opgave.*

Aw en WSW hadden bij de introductie van de beleidswaarde twee doelstellingen geformuleerd. Ten eerste moet de beleidswaarde inzicht geven in de waarde van het vastgoed en de financiële positie, rekening houdend met de continuering van de maatschappelijke opgave van corporaties. De ondervraagde corporaties zelf staan hier wisselend in (vraag5). De beleidswaarde verschaft wel enig inzicht als het gaat om de financiële positie en toekomstige ruimte maar met een aantal serieuze beperkingen. De corporaties die hier neutraal of afwijzend in staan geven veelal aan dat het uiteindelijk vooral draait om de kasstromen zelf en niet om de waarde. Het is wel een vooruitgang ten opzichte van de marktwaarde, die ze al helemaal niet realiseren. Voor de beleidswaarde is het lastig uit te leggen dat het in slechts één jaar honderden miljoenen kan stijgen terwijl je als corporatie zelf niks anders hebt gedaan. De tweede doelstelling was om inzicht te verschaffen in de waarde en het vermogen dat corporaties inzetten voor hun maatschappelijke opgave. Hier zijn de respondenten positiever over (vraag 6). De waterval wordt genoemd als meerwaarde. Met name als het gaat om het toelichten van beleid en financiën aan financieel wat minder onderlegde stakeholders. “Het helpt wel om je verhaal te vertellen.”

Deelvraag 1 **Waarom hanteren woningcorporaties het waardebegrip beleidswaarde?**

Hoofdlijn	<ul style="list-style-type: none"> - Het beoordelingskader van de toezichthouders is leidend - Corporaties zoeken daarnaast inzicht in lange termijn ontwikkeling LTV en investeringscapaciteit - Breed ingezet bij investeringsbeoordelingen - Waterval geeft inzicht en helpt bij uitleg - Uniformiteit in vergelijking met bedrijfswaarde
------------------	---

Verschillen tussen respondenten	<ul style="list-style-type: none"> - Nog niet iedereen gebruikt de beleidswaarde bij investeringsvoorstellen. Sommigen gebruiken het wel maar vinden het eigenlijk niet veel zeggen. - Een deel vindt het ook relevant om te benchmarken - Er zijn in totaal negen tekortkomingen aan de beleidswaarde geïdentificeerd. Deze worden niet door iedereen gedeeld of als relevant gezien. - Men is verdeeld of de beleidswaarde nu wel echt voldoende inzicht verschaft in de waarde en financiële positie.
--	--

Tabel 5: samenvatting deelvraag 1

Deelvraag 2: Hoe wordt de disconteringsvoet in de beleidswaarde bepaald?

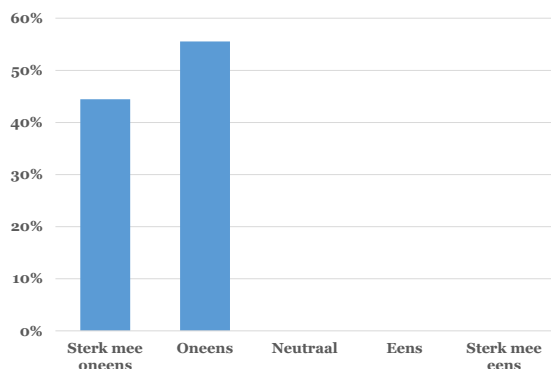
De taxateurs die zijn gesproken in het kader van dit onderzoek geven aan zich wel te realiseren dat de disconteringsvoet die zij vaststellen ook wordt gehanteerd in de beleidswaarde. Bij het bepalen van de hoogte van de disconteringsvoet houden ze daar verder geen rekening mee, dat is tenslotte ook niet hun opdracht. Wel zien ze dat sinds de introductie van de beleidswaarde de corporaties waarvoor ze waarden meer aandacht vragen voor het exploitatiescenario, waar voorheen de focus toch wat meer lag op het uitpondscenario. Ook zijn er corporaties die liever zien dat de taxateur zo min mogelijk de eindwaardeberekening uit het handboek aanpast omdat dit vervolgens in de beleidswaarde toch weer teruggezet wordt. Om de disconteringsvoet vast te stellen hebben ze hun eigen modellen. Ze zien transacties in de markt, een deel van de informatie over die complexen is wel bekend en van de rest kunnen ze wel een schatting maken van variabelen zoals de mutatiegraad en de onderhoudskosten. Vervolgens kunnen ze door dit terug te rekenen de disconteringsvoet bij die transacties herleiden.

De beleggers achter die markttransacties bepalen hun rendementseis op basis van de kosten van hun vermogen. Dit hangt vaak ook weer af van het type belegger. Een pensioenfonds kan qua financieringsstructuur sterk afwijken van een commerciële belegger. Nu de rentekosten omhoog schieten is dit al direct zichtbaar doordat partijen die met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd nu met hogere rendementseisen moeten rekenen en er bij biedingen minder tussenkomen. Dit werkt uiteindelijk ook door in de disconteringsvoeten die herleid worden. Deze disconteringsvoeten uit de markt verwerken de taxateur vervolgens in hun modellen. Vervolgens kijken ze als ze de complexen van de corporaties gaan waarden naar een reeks van variabelen van de te waarden complexen. Dit kunnen eigenschappen zijn van het vastgoed zelf zoals het bouwjaar en de locatie maar ze kijken ook de kasstromen van het complex. Daarnaast speelt de verhouding en relatie tussen kasstromen, groeivoeten en de eindwaarde een grote rol. Een complex waarvan de eindwaarde een relatief groot deel is van de uiteindelijke waarde of waar relatief veel groei of weinig veroudering is ingerekend kan een heel andere disconteringsvoet opleveren. Zo komen ze uiteindelijk tot een marktwaarde.

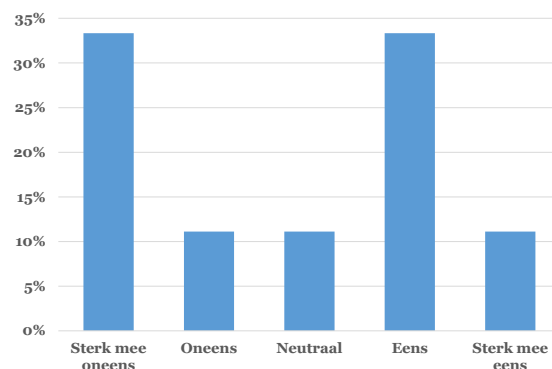
De taxateurs geven wel nadrukkelijk aan dat als de kasstromen of eindwaarde veranderen de disconteringsvoet uit hun model ook verandert. Binnen de marktwaarde gebruiken ze al twee disconteringsvoeten, eentje voor het exploitatiescenario en eentje voor het uitpondscenario, omdat die scenario's andere kasstromen en risico's met zich meebrengen. Het aanpassen van de streefhuren, onderhoudsnormen en eindwaarde in de beleidswaarde zou in hun modellen dus ook een andere disconteringsvoet opleveren.

Deelvraag 3: Is deze disconteringsvoet passend voor het risicoprofiel van sociale huurwoningen en het corporatiebeleid?

Alle corporaties zijn het er over eens dat hun risicoprofiel niet vergelijkbaar is met de markt. Vrijwel allemaal vinden ze dat hun risicoprofiel beduidend lager is. Ze hebben stabiele kasstromen waar nog veel potentie in zit. De huren liggen laag en er zijn lange wachtlijsten. Het verhuurrisico is dus verwaarloosbaar. Ook rekenen ze relatief veel onderhoud in waardoor ook op dit vlak weinig verrassingen te verwachten zijn. Twee corporaties benadrukken ook het verschil in beleggingshorizon tussen corporaties en beleggers. Corporaties verhuren de woningen voor ruim 50 jaar en hebben meestal niet de ambitie om te verkopen. Wat er vervolgens gebeurt in de koop- en beleggersmarkt is dan niet zo relevant. Meerdere corporaties geven aan dat het aan de financieringskant makkelijker kan zijn voor corporaties doordat de leningen vrijwel allemaal geborgd zijn. Hierdoor is het relatief eenvoudig om aan goedkope financiering te komen. Daarnaast is het faillissementsrisico nihil. “Een belegger gaat gewoon failliet, een corporatie kan wel failliet gaan maar dat zie je eigenlijk nooit gebeuren.” Eén corporatie laat een tegengeluid horen. Deze redeneert dat het overheidsbeleid van de afgelopen jaren juist voor corporaties een serieus risico is gebleken dat wel degelijk de kasstromen heeft geraakt.



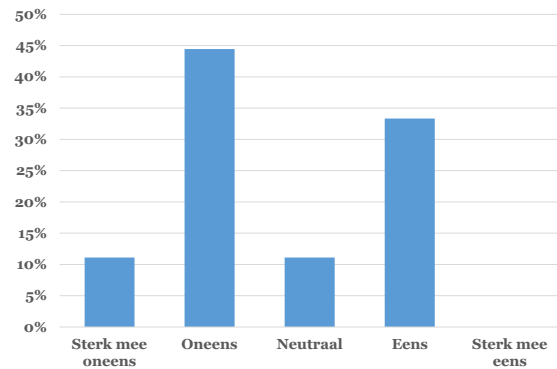
Vraag 10: *Het risicoprofiel van woningcorporaties is vergelijkbaar met het risicoprofiel van commerciële woningbeleggers.*



Vraag 11: *Het is geen probleem dat de huidige disconteringsvoet in de beleidswaarde mee fluctueert met de vastgoedbeleggersmarkt.*

Over de vraag of het problematisch is dat de disconteringsvoet zo meebeweegt met de beleggersmarkt zijn de meningen zeer verdeeld. De corporaties die dit wel een probleem vinden geven aan dat dit het lastig kan maken voor de meerjarige financiële sturing. Ze zien deze fluctuaties ook meer als iets van de beleggersmarkt maar niet als iets dat echt wat met de corporatiesector te maken heeft. “Nu hard omhoog, daarna weer hard omlaag. Is dat nou de werkelijkheid? Als je gewoon door exploiteert, wat is er dan veranderd?” vragen zij zich af. “De woning is nog steeds hetzelfde en de doelgroep is niet veranderd, die kan nog steeds net € 600,- voor een woning betalen.” “Het is alleen relevant als je verkoopt.” “We noemen het een beleidswaarde maar de meest bepalende factor is de markt...” De andere corporaties hebben er minder moeite mee. Een beetje meebewegen met de markt vinden zij niet zo’n probleem. “Uiteindelijk is het allemaal één vastgoedmarkt en het is goed om ons ook daarmee te vergelijken.”

Vervolgens is de vraag gesteld of de disconteringsvoet uit de marktwaarde wel geschikt is voor de beleidswaarde. Ook hier zijn de meningen over verdeeld. Het gedeelde sentiment is dat de disconteringsvoet uit de marktwaarde op zich een prima vertrekpunt kan zijn, als de taxateur deze heeft bepaald tenminste (full versie). Maar dan wel een vertrekpunt dat vervolgens wordt aangepast voor de beleidswaarde. “De taxateur heeft goed naar de regionale markt en de risico’s gekeken dus ik denk dat het een goed vertrekpunt is maar daarna zou ik het willen aanpassen.” Een andere corporatie vult aan door aan te geven dat “Het goed is dat een heel slecht complex een andere disconteringsvoet heeft dan een goed complex. Beter dan die oude bedrijfswaarde waarbij de disconteringsvoet voor alles hetzelfde was”. Wel vinden ze allemaal dat in de beleidswaarde de huidige disconteringsvoet te hoog is.



Vraag 12: De disconteringsvoet uit de marktwaarde is geschikt om in de beleidswaarde te gebruiken.

De disconteringsvoet

Risicoprofiel	<ul style="list-style-type: none"> • Veel meer kasstroompotentie in het corporatiebezit • Stabieler corporatie kasstromen • Laag verhuurrisico door lage (streef)huren en wachtlijsten • Corporaties hebben een andere tijdshorizon. Korte termijn economische conjunctuur niet zo relevant. • Toegang tot geborgde financiering <p>Maar ook;</p> <ul style="list-style-type: none"> • De politiek vormt een groter risico
Fluctuerende disconteringsvoet	<ul style="list-style-type: none"> • Onvoorspelbaarheid lastig voor langjarige financiële sturing • Fluctuaties zeggen meer over beleggersmarkt dan over corporatiebeleid, alleen relevant als je verkoopt <p>Maar ook;</p> <ul style="list-style-type: none"> • We benchmarken ook met de markt, fluctuaties dan niet erg • Moet je op kunnen anticiperen
Geschiktheid	<ul style="list-style-type: none"> • Als vertrekpunt wel geschikt maar niet een-op-een zoals nu • Goed dat er rekening wordt gehouden met regionale verschillen en complexkenmerken • Huidige opbouw is goed <p>Maar ook;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Corporaties exploiteren door dus koop- en beleggersmarkt niet zo relevant • Disconteringsvoet in de basis versie van de marktwaarde al discutabel

Tabel 6: Samenvatting disconteringsvoet

Deelvraag 3 *Is deze disconteringsvoet passend voor het risicoprofiel van sociale huurwoningen en het corporatiebeleid?*

Hoofdpijn	<ul style="list-style-type: none"> - De meerderheid denk dat beleggers scherper aan de wind zeilen en daardoor risicovoller zijn. Corporaties hebben andere doelstellingen, langere horizon en andere financiering. - Dit zou zich moeten vertalen naar een lagere disconteringsvoet - Over de (on)wenselijkheid van een volatiele disconteringsvoet zijn de corporaties sterk verdeeld - De meesten zien de marktconforme disconteringsvoet als een goed startpunt voor de beleidswaarde maar dan wel met correcties
Verschillen tussen respondenten	<ul style="list-style-type: none"> - Eén van de respondenten vindt woningcorporaties juist risicovoller zijn door de vele politieke interventies. - De volatiliteit wordt door een minderheid als logisch en als geen probleem ervaren - Een even groot deel vindt dat dit juist leidt tot een waarde die niet het beleid reflecteert maar de markt.

Tabel 7: Samenvatting deelvraag 3

Deelvraag 4: Wat is het gevolg van het hanteren van een marktconforme in plaats van een beleidsconforme disconteringsvoet?

Op twee na geven de corporaties aan dat het overnemen van de marktconforme disconteringsvoet ongewenste gevolgen heeft. De twee die het hier niet mee eens zijn zien of andere aspecten van de beleidswaarde als een groter probleem of accepteren het maar als een gegeven. De meesten zijn het er over eens dat de disconteringsvoet te hoog is en dat dit resulteert in een te lage beleidswaarde en een te hoge en te volatiele LTV. Dat laatste is een uitdaging voor de financiële sturing. “Stel je hebt nu een investeringscapaciteit van € 350 miljoen en die wil je zo gaan inzetten de komende 20 jaar. Maar je hebt niet de garantie dat je die capaciteit behoudt. Volgend jaar kan het opeens nog maar € 250 miljoen zijn. Moet je dan direct weer je plannen gaan bijwerken? Dat maakt het dus dat het geen beleidswaarde meer is. Je bent overgeleverd aan de perikelen van de markt.” Hoewel een te lage beleidswaarde, en dus een te hoge LTV, de investeringsruimte kan beknoppen zien de meeste corporaties dit genuanceerder. Meerderen geven aan de komende jaren nog ruim in hun ratio’s te zitten dus bij hen knelt het toch al niet. Een enkeling geeft aan binnen een paar jaar wel tegen de grenzen aan te lopen en dat een hogere beleidswaarde dat wel een paar jaar zou rekken. Ook geven ze aan dat ze vanwege die lastig te voorspellen disconteringsvoet en beleidswaarde niet een extra veiligheidsmarge aanhouden. De meesten werken wel met een “vluchtstrook”, oftewel deze houden niet de grenzen aan die door de toezichhouders worden gesteld maar hun eigen, strengere grenzen. Ze hanteren die vluchtstrook echter omdat ze van nature risicomijdend zijn maar de beleidswaarde speelt daar geen rol in. Meerdere respondenten geven aan dat het uiteindelijk toch gewoon draait om de kasstromen en niet om de waarde.

Deelvraag 4 *Wat is het gevolg van het hanteren van een marktconforme in plaats van een beleidsconforme disconteringsvoet?*

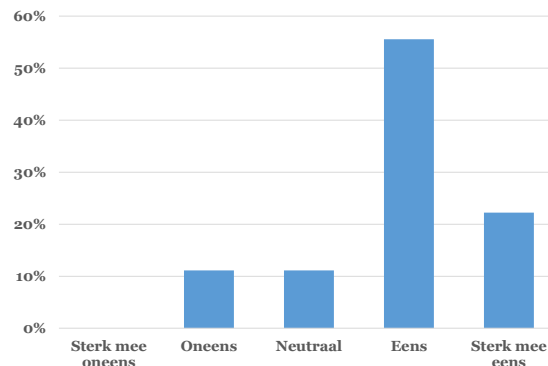
Hoofddlijn	<ul style="list-style-type: none"> - Vrijwel alle corporaties geven aan dat de beleidswaarde te laag uitvalt. De meesten benoemen ook de volatiliteit - Dit werkt door in de LTV en de investeringscapaciteit - Een aantal geeft aan dat deze volatiliteit de toekomstige investeringscapaciteit onnodig onzeker maakt - In de praktijk leidt dit niet tot concrete problemen. - Ze verwerken deze onzekerheid niet in een extra veiligheidsmarge
Verschillen tussen respondenten	<ul style="list-style-type: none"> - Een minderheid geeft aan dat die volatiliteit geen probleem is. Het is een gegeven uit de markt en dat accepteren ze

Tabel 8: Samenvatting deelvraag 4

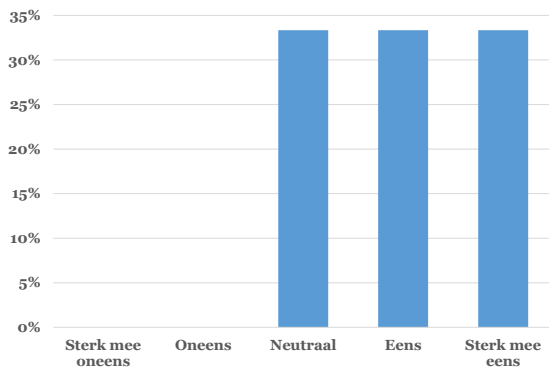
Deelvraag 5: Wat zijn mogelijke oplossingsrichtingen om tot een beleidsconforme disconteringsvoet te komen?

Alvorens in te gaan op mogelijke oplossingen is er gevraagd of het überhaupt wenselijk is om de disconteringsvoet aan te passen. Op één na waren alle respondenten het daar over eens. De corporatie die aangaf dat dit niet nodig was gaf aan dat voor hen de disconteringsvoet niet echt een issue is. De beleidswaarde was bij deze corporatie nog redelijk stabiel gebleven en ze maken zich meer druk om een aantal van de andere tekortkomingen in de beleidswaarde. De corporaties die het wel eens zijn met deze stelling vinden dat de disconteringsvoet meer rekening moet houden met het risicoprofiel van de corporatiesector. Een aantal merkt ook op dat meer stabiliteit wenselijk is. Een enkeling voegt hier nog aan toe dat het belangrijk is dat alle belanghebbenden, dus ook Aw en WSW, er comfortabel bij moeten zijn.

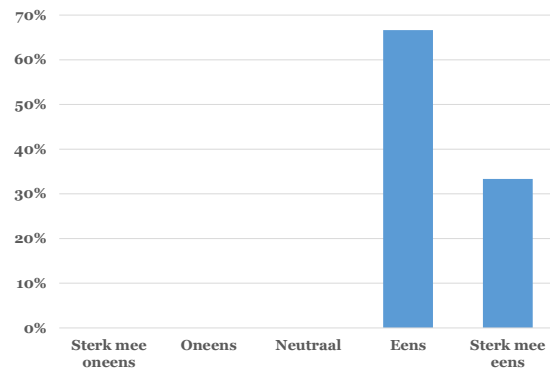
Om een eventuele oplossingsrichting vorm te kunnen geven is er ook gevraagd naar een aantal randvoorwaarden waar de beleidswaarde en de disconteringsvoet aan moet voldoen. De meerderheid van de corporaties geeft aan dat de beleidswaarde nog wel dient te worden afgeleid van de marktwaarde, zoals ook nu het geval is. Hoewel men graag ziet dat in de beleidswaarde meer rekening wordt gehouden met de kasstromen van de corporaties zit men ook niet te wachten op (weer) een nieuw waardebegrip. “Laten we alsjeblieft niet weer iets nieuws erbij verzinnen”. De marktwaarde wordt gezien als een helder vertrekpunt. De markt is transparant en het helpt bij de onderlinge vergelijkbaarheid. Een van de corporaties geeft aan dat zij, en vele andere corporaties, de afgelopen jaren veel hebben geïnvesteerd in kennis en inmiddels ruime ervaring hebben met de marktwaarde. Dit nu weer loslaten voelt als weer terug bij af zijn. Ten opzichte van de bedrijfswaarde is de huidige beleidswaarde een mooie vereenvoudiging geeft een andere corporatie aan. Een andere respondent geeft aan het meer te willen zoeken in de verfijning van de huidige afslagen. Alle respondenten zijn het er over eens dat de waterval behouden dient te worden. Men vindt de waterval een nuttige toevoeging die inzicht verschaft en helpt om hun maatschappelijke bijdrage uit te leggen. Je kunt er goed je eigen beleidskeuzes mee toelichten.



Vraag 14: *Het is wenselijk om een beleidsconforme disconteringsvoet te ontwikkelen.*

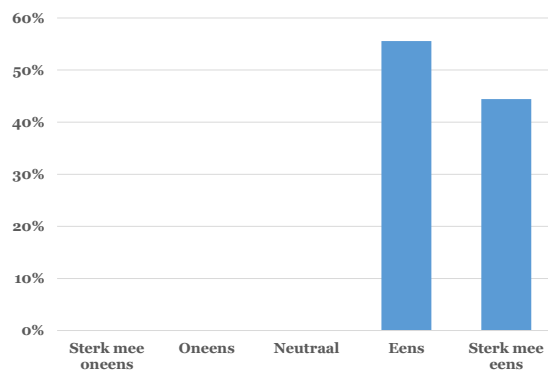


Vraag 8: *De beleidswaarde dient te blijven worden afgeleid van de marktwaarde.*



Vraag 9: *De waterval dient behouden te blijven.*

Een van de vraagstukken is op welk niveau een disconteringsvoet gedifferentieerd moet worden. Voor de corporaties is de beleidswaarde met name relevant op portefeuilleniveau. Vervolgens is besproken hoeveel vrijheid corporaties mogen hebben om zelf tot een disconteringsvoet te komen. Hier zijn de meningen duidelijk over. Qua proces moet dit voor alle corporaties hetzelfde zijn maar binnen dit proces moet ruimte zijn voor een eigen invulling die rekening houdt met het beleid en omstandigheden van een individuele corporatie. Meerdere corporaties stippen hier de vergelijkbaarheid aan als belangrijk punt.



Vraag 15: *Een beleidsconforme disconteringsvoet dient door alle corporatie op dezelfde manier te worden vastgesteld.*

Vervolgens is met de corporaties besproken of die nieuwe disconteringsvoet dan op sector-, corporatie, of complexniveau moet worden vastgesteld. Slechts een enkeling steunt een sectorale disconteringsvoet. De meerderheid geeft de voorkeur aan een disconteringsvoet op complexniveau. “Het gaat hier natuurlijk om risico inschattingen, opslagen en afslagen, per complex kan dat weer anders zijn”. Een andere vult aan: “in de marktwaarde ga je van regionale verschillen uit dus het zou heel raar zijn om daar in de beleidswaarde weer vanaf te stappen”. Twee corporaties geven aan ook uit de voeten te kunnen met een disconteringsvoet per corporatie. Zo kan er bijvoorbeeld rekening worden gehouden met corporaties die zich richten op specifieke doelgroepen. Meerdere corporaties maken de kanttekening dat het afhangt van het uiteindelijke doel en of je de marktwaarde als startpunt blijft hanteren of niet. Een grote meerderheid geeft aan dat er rekening gehouden dient te worden met regionale verschillen.

Daarna is doorgevraagd naar de factoren die uiteindelijk de hoogte van de disconteringsvoet moeten bepalen. De meerderheid geeft aan dat locatie hier een rol moet spelen maar er is ook een minderheid die dit juist helemaal niet relevant vindt omdat door het landelijke huurbeleid er vrijwel geen verschillen in kasstromen en risico's zijn. De meesten zien ook een rol voor duurzaamheid, sterker dan nu in de marktwaarde het geval is. Een minderheid noemt de financieringsstructuur van de corporatie als factor maar worstelt wel met hoe dit te combineren met andere factoren. Een enkeling geeft juist aan dit absoluut niet te willen omdat sommige corporaties dan een gevaarlijke drijfveer kunnen hebben om te “spelen” met hun leverage. Een aantal geeft ook aan dat hun eerste ingeving is om rekening te houden met een hoop verschillende factoren maar dat ze ook wel inzien dat het zo al snel heel ingewikkeld wordt.

Een nieuwe, beleidsconforme disconteringsvoet

Wenselijkheid	<ul style="list-style-type: none"> • Op één na wil iedereen een nieuwe disconteringsvoet • Meer rekening houden met risicoprofiel woningcorporaties • Relatie met marktwaarde is pluspunt, waterval gewaardeerd. • Men is niet op zoek naar een nieuw waardebegrip • Belangrijk om alle belanghebbenden op één lijn te krijgen • Geen consensus over de (on)wenselijkheid van volatiliteit
Uniformiteit	<ul style="list-style-type: none"> • Onderlinge vergelijkbaarheid belangrijk, zowel voor corporaties zelf als voor toezichthouders • Duidelijke richtlijnen opstellen • Daarbinnen wel ruimte voor eigen invulling
Differentiatie	<ul style="list-style-type: none"> • Beleidswaarde vooral relevant op portefeuilleniveau. Een minderheid vindt complexniveau relevant • Niet sectoraal bepalen maar per complex • Afhankelijk van het doel zou een disconteringsvoet op corporatieniveau ook werkbaar zijn voor een minderheid
Factoren	<ul style="list-style-type: none"> • Verdeeldheid over welke factoren een rol moeten spelen • Meesten zien een rol voor locatie, een minderheid juist niet • Duurzaamheid komt te beperkt terug in de marktwaarde, corrigeren in de beleidswaarde • Corrigeren voor kasstromen kan al snel te ingewikkeld worden • De financieringsstructuur levert ook verdeeldheid op • Onderbouwing van de factoren een aandachtspunt

Tabel 9: Samenvatting meningen over nieuwe disconteringsvoet

Tot slot zijn de vijf mogelijke oplossingsrichtingen uit hoofdstuk vijf aan de respondenten voorgelegd. Hen is gevraagd deze te scoren en hun keuzes toe te lichten. Dit is samengevat in tabel 11. Een afslag op de marktconforme disconteringsvoet heeft de voorkeur. Het is een op het eerste oog eenvoudige oplossing die ook nog goed uit te leggen is. Meerdere corporaties geven aan dat met deze oplossing nog steeds recht wordt gedaan aan de regionale verschillen. Voor twee corporaties was dit echter juist weer het nadeel, zij vinden dat locatie te zwaar weegt. Zwakke punten zijn dat ook deze disconteringsvoet nog steeds zal meebewegen met de beleggersmarkt. Daarnaast zal een afslag alsnog een subjectieve inschatting blijven. Het bepalen van de exacte afslag wordt veelvuldig genoemd als aandachtspunt. Hoe bepaal je het verschil met de markt? Ga je ook rekening houden met specifieke complexe eigenschappen? De opbouwmethode scoort ook goed. Een aantal corporaties heeft goede ervaringen met de modellen van hun taxateurs en is hier vertrouwd mee. Het grootste nadeel bij deze methode lijkt de complexiteit te zijn. Hoe is dit objectief op te bouwen zonder dat elke corporatie zelf wat loopt te verzinnen? Een andere corporatie nuanceert dit probleem enigszins door aan te geven dat ook de marktwaardemodellen niet 100% objectief te onderbouwen zijn. “Als je met elkaar uitgangspunten afspreekt over aannames kom je al een heel eind.” De maatschappelijke disconteringsvoet en volkshuisvestelijke disconteringsvoet scoren beduidend minder. De eenvoud wordt gewaardeerd maar men vreest dat dit geen recht doet aan regionale verschillen en de kwaliteit van de individuele portefeuilles. Eén van de corporaties ziet wel wat in de volkshuisvestelijke disconteringsvoet omdat deze duidelijkheid en stabiliteit verschaft en goed inzicht geeft in je investeringscapaciteit. De WACC wordt door vier van de negen corporaties gezien als een potentiële oplossing. Het sluit aan op hoe veel corporaties nu hun eigen rendementseis vaststellen en het heeft de potentie om op termijn meer inzicht te geven in de ontwikkeling van het eigen vermogen. Wel vinden deze corporaties dat er dan duidelijke richtlijnen moeten komen over hoe corporaties deze WACC moeten bepalen.

Deelvraag 5 *Wat zijn mogelijke oplossingsrichtingen om tot een beleidsconforme disconteringsvoet te komen?*

Hoofdlijn	<ul style="list-style-type: none"> - Uniformiteit in de bepaling van een disconteringsvoet cruciaal - Onderlinge vergelijkbaarheid is belangrijk - Eenvoud is belangrijk. Geen ingewikkelde modellen of gegevens uitvragen. - De connectie met de marktwaarde wordt als een sterk punt gezien, vanwege de uniformiteit en eenvoud maar ook omdat dit het verschil met de markt benadrukt
Verschillen tussen respondenten	<ul style="list-style-type: none"> - Geen enkele oplossingsrichting heeft volledige steun - Het adresseren van de volatiliteit is voor de meesten een speerpunt maar voor een minderheid juist niet belangrijk of zelfs ongewenst. - De corporaties zijn ook verdeeld over de vraag of de regio een rol moet spelen in de hoogte van de disconteringsvoet - De link met de financieringsstructuur van de corporatie vormt voor een minderheid de sleutel maar moet volgens een aantal van de andere corporaties juist buiten beschouwing blijven.

Tabel 10: Samenvatting deelvraag 5

Overige suggesties

Aan het einde van de gesprekken is aan de respondenten nog de mogelijkheid gegeven om zelf met suggesties of overige opmerkingen te komen. Een van de deelnemers stelde voor om de disconteringsvoet gewoon maar te laten zoals die nu is. Het levert vooral veel gedoe op en de meerwaarde is beperkt. Twee corporaties komen nog met een eigen, vergelijkbare suggestie: combineer oplossingsrichting 1 of 2 met de WACC. Een andere stelt voor om de WACC te combineren met een regionale afslag. Eén corporatie stelt voor om de volkshuisvestelijke disconteringsvoet te gebruiken maar dan wel met een optie om te differentiëren voor bijzondere corporaties. Ook werd geopperd om vooral de goede dingen van de marktwaarde, beleidswaarde en de bedrijfswaarde te combineren maar “laten we alsjeblieft gewoon één waardebegrip kiezen”. De meerderheid nam deze gelegenheid aan om nogmaals te nadrukken dat eenvoud, uniformiteit en vergelijkbaarheid cruciaal zijn. “Maak het niet te complex.”

7.3 Reflectie op interviews

De interviews hebben een grote verscheidenheid aan inzichten opgeleverd. Alle geïnterviewden herkennen de relevantie van dit onderzoek. Over de reikwijdte van het probleem, de noodzaak tot een andere aanpak en een mogelijke oplossing verschilt men onderling sterk van mening. Wat opviel was dat men er vanuit verschillende invalshoeken naar kijkt. Het opstellen van de markt- en beleidswaarde is bij elke corporatie vaak net iets anders georganiseerd. Er is gesproken met zowel mensen die vanuit een taxatieachtergrond of waardesteringsrol bij dit proces betrokken zijn als met corporatiemedewerkers die voor control of financiën werken. De een kijkt naar dit vraagstuk met een “vastgoedbril” op en de ander bekijkt het meer vanuit het financiële perspectief en is misschien wat minder bezig met of iets vanuit de theorie een “goed” waardebegrip is. Hoewel de full waarderende corporaties oververtegenwoordigd waren lijkt dat geen verklaring voor te zijn voor de uitkomsten. De keuze om te gaan voor semi-structureerde interviews met zowel open als gesloten vragen waar ook bij elke vraag ruimte was voor toelichting en doorvragen heeft goed uitgepakt. De verschillende achtergronden van de respondenten en de wat ingewikkelde materie zouden in een enquête tot te oppervlakkige of onbetrouwbare antwoorden hebben geleid. Ondanks de kleinere sample die de keuze voor interviews met zich meebracht heeft de variatie in corporaties en respondenten geleid tot een grote verscheidenheid aan opbrengsten. Hoewel dit het ook wel lastig maakte om er een hoofdlijn uit te destilleren zijn juist die verschillen een grote opbrengst.

	Afslag op de marktconforme disconteringsvoet	Opbouwmethode	Maatschappelijke disconteringsvoet	Volkshuisvestelijke disconteringsvoet	WACC
Sterke punten	<ul style="list-style-type: none"> - Eenvoud - Uitlegbaarheid - Houdt rekening met locatie - Uniformiteit - Vergelijkbaarheid met belegger 	<ul style="list-style-type: none"> - Sluit aan op methodiek marktwaarde 	<ul style="list-style-type: none"> - Eenvoud - Onderlinge vergelijkbaarheid - Uniformiteit 	<ul style="list-style-type: none"> - Eenvoud - Onderlinge vergelijkbaarheid - Uniformiteit - Stabiliteit 	<ul style="list-style-type: none"> - Sluit aan op financieringsstructuur - Relatie met eigen en vreemd vermogen - Herkenbare methodiek
Zwakke punten	<ul style="list-style-type: none"> - Afslag blijft een inschatting - Fluctuaties blijven behouden - Locatie telt te zwaar mee 	<ul style="list-style-type: none"> - Veel werk - Gecompliceerd - Onderlinge vergelijkbaarheid 	<ul style="list-style-type: none"> - Regionale verschillen buiten beschouwing - Complexeigen-schappen buiten beschouwing - Slechts eens in de vijf jaar vastgesteld 	<ul style="list-style-type: none"> - Regionale verschillen buiten beschouwing - Complexeigen-schappen buiten beschouwing 	<ul style="list-style-type: none"> - Veel verschillen in hoe corporaties dit nu berekenen - Incentive om met leverage te spelen
Aandachtspunten bij verdere uitwerking	<ul style="list-style-type: none"> - Onderbouwing afslag - Regionale verschillen - Uniformiteit 	<ul style="list-style-type: none"> - Objectieve onderbouwing - Complexiteit - Administratieve impact 	-	<ul style="list-style-type: none"> - Differentiëren voor regionale verschillen - Differentiëren voor bijzondere corporaties 	<ul style="list-style-type: none"> - Uniformiteit in berekeningswijze
Ranking	1	2	5	4	3

Tabel 11: Beoordeling van de oplossingsrichtingen door de corporaties

Hoofdstuk 8 – Discussie

8.1 Inleiding

De resultaten uit de interviews laten zien dat corporaties erg verschillend denken over de huidige beleidswaarde, zowel over de gebruiksdoeleinden en de tekortkomingen als over de mogelijke verbeteringen. In dit hoofdstuk worden de inzichten uit de theorie en de interviews samengebracht en besproken. Er wordt een stapje terug gedaan door het uiteindelijke doel van de beleidswaarde te beschouwen. Wat zou de beleidswaarde corporaties en belanghebbenden moeten zeggen? Op basis van dat uitgangspunt en aan de hand van de opbrengsten uit de interviews kunnen de randvoorwaarden waaraan een nieuwe disconteringsvoet moet voldoen worden opgesteld. Daarna kan een oplossingsrichting worden gekozen die dit doel dichterbij kan brengen. Vervolgens worden nog een aantal overwegingen voor een verdere uitwerking meegegeven.

8.2 Het doel

Hoewel de corporaties in de interviews een waaier aan gebruiksdoeleinden benoemen verwijzen ze allemaal naar het belang van het verkrijgen van inzicht in de lange termijn financiële positie van de corporatie en wat dit betekent voor hun investeringscapaciteit. Men ziet dat de marktwaarde niet afdoende is omdat dit een waarde is die corporaties toch nooit zullen realiseren. Tegelijkertijd zien zij een enorme investeringsopgave voor zich terwijl ze door de toegenomen belastingdruk en het krappe huurbeleid van de afgelopen jaren binnen een zeer lastig financieel kader opereren. Alleen maar sturen op kasstromen is ook niet de oplossing. Er is dus wel degelijk behoefte aan een waardebegrip als de beleidswaarde. De corporaties willen weten of ze hun volkshuisvestelijke rol ook op lange termijn kunnen invullen en wat ze daar bovenop nog kunnen investeren. Dat is dus het primaire doel. Dit sluit ook aan op de eerste doelstelling van de toezichthouders. Daarnaast komen er uit de literatuur en de interviews nog een aantal gebruiksdoeleinden naar voren zoals het inzicht krijgen in de maatschappelijke bijdrage, de waterval als communicatiemiddel, investeringsbeoordelingen en benchmarking. De corporaties waarderen de waterval en de relatie met de marktwaarde. Echter, hoe sterker de beleidswaarde wordt aangepast des te verder het waardebegrip zal wegdrijven van de marktwaarde. Bij een zeer lage beleidsconforme disconteringsvoet is het zelfs niet uit te sluiten dat bij een deel van de complexen de beleidswaarde boven de marktwaarde komt. Dit maakt het toepassen van de waterval ook lastiger. Daarnaast is het goed om te kijken naar de onderliggende redenen voor deze gebruikswensen. Voor het inzichtelijk maken van de maatschappelijke bijdrage en voor benchmarking hoeft namelijk niet per se naar de uiteindelijke beleidswaarde te worden gekeken. De onderliggende streefhuren en normen voor onderhoud en beleid verschaffen juist het echte inzicht en deze kunnen ook eenvoudig direct met de normen uit de marktwaarde of onderling worden vergeleken, dus zonder ze te verdisconteren in een waarde. Uiteindelijk komt het neer op het duidelijk maken van een keuze voor het doel dat de sector wil bereiken met de beleidswaarde.

8.3 De randvoorwaarden

Hoewel de geïnterviewde corporaties sterk verschillen over wat ze met de beleidswaarde willen en aan welke oplossingsrichtingen ze de voorkeur geven zijn er, hoewel soms tussen de regels door, wel degelijk een aantal overeenkomsten te vinden als het gaat om waaraan een nieuwe disconteringsvoet zou moeten voldoen. Deze overeenkomsten worden hieronder gebruikt om tot een aantal randvoorwaarden te komen.

Eenvoud

Iets wat in vrijwel alle gesprekken naar boven kwam was de wens om het vooral niet te ingewikkeld te maken. Corporaties hebben de afgelopen jaren een stortvloed aan regels en gegevensuitvragen over zich heen gekregen en hebben geen behoefte aan nog hogere administratieve lasten. Men wil dus graag een oplossing die zowel conceptueel als qua berekening en benodigde gegevens weinig van ze vraagt.

Uitlegbaarheid

Een eventuele beleidsconforme disconteringsvoet moet goed uit te leggen zijn, zowel intern als extern. Dat de huidige disconteringsvoet uit de marktwaarde wordt overgenomen is nog wel uit te leggen maar de logica hierachter nauwelijks. Een nieuwe disconteringsvoet zou zowel qua proces en berekening als qua logica helder en goed uit te leggen moeten zijn.

Objectiviteit

De objectiviteit zegt iets over de onderbouwing van de beleidsconforme disconteringsvoet. Waar is de hoogte mee te staven? Zijn er bruikbare benchmarks beschikbaar? Dit criterium kwam vaak naar voren bij het bespreken van mogelijke factoren voor de hoogte van de disconteringsvoet en bij het beoordelen van de oplossingsrichtingen. In de literatuur wordt (het gebrek aan) objectiviteit vaak genoemd als beperking bij bepaalde methoden om de disconteringsvoet te bepalen.

Transparantie

De corporaties willen een disconteringsvoet waarvan duidelijk is hoe deze is opgesteld. Hoe is de toezichthouder, of de individuele corporatie, tot een bepaalde waarde gekomen? De disconteringsvoet in de full versie van de marktwaardering wordt, ondanks de soms beschikbare modellen, toch nog vaak als een soort van black box gezien. Dit is, zeker voor de beleidswaarde, niet wenselijk.

Uniformiteit

De corporaties zijn duidelijk in hun wens naar uniformiteit. Het gaat hier nadrukkelijk om uniformiteit in de wijze waarop corporaties hun disconteringsvoet vaststellen. De uitkomst mag best verschillen, als het maar op een vergelijkbare manier is vastgesteld. Men zit niet te wachten op hoe sommige parameters in de oude beleidswaarde werden vastgesteld, waar corporaties relatief veel vrijheid hadden voor een eigen invulling. Voor de toezichthouders was het verhogen van de uniformiteit ook een van de redenen voor het introduceren van het Handboek waarin de regels voor de markt- en beleidswaarde uitvoerig zijn beschreven.

Vergelijkbaarheid

Zowel voor de corporaties als de toezichthouders is de vergelijkbaarheid van belang. Het gebrek aan vergelijkbaarheid was een van de grote problemen van de oude bedrijfswaarde. De corporaties zelf willen hun beleidswaarde graag onderling kunnen vergelijken. Als corporaties hun disconteringsvoet echter met zeer verschillende uitgangspunten vaststellen komt dat de vergelijkbaarheid niet ten goede.

8.4 Overige overwegingen

Naast deze gedeelde wensen zijn er ook randvoorwaarden of factoren waar men zeer verschillend over denkt. Daarnaast zijn er punten die de corporaties als relevant benoemen maar die op basis van de literatuur of het centraal stellen van de primaire doelstelling voor de beleidswaarde eigenlijk juist niet relevant zijn of zelfs tegenstrijdig zijn. Voor de volledigheid worden deze punten hier ook behandeld. De meerderheid van de ondervraagde corporaties geeft aan dat een beleidsconforme disconteringsvoet op complexniveau zou moeten worden bepaald. Ze hebben gelijk dat de kasstromen af kunnen wijken per complex (zie 4.4) en dat het

ook wel wat vreemd klinkt als een heel goed en een heel slecht complex dezelfde disconteringsvoet hebben. Echter, als we terugpakken op het primaire doel van de beleidswaarde dan zijn deze complexverschillen niet zo relevant. Voor inzicht in de financiële positie is de waarde op portefeuilleniveau relevant, eventueel per DAEB of niet-DAEB tak. De disconteringsvoet reflecteert de rendementseis en de rendementseis is afhankelijk van de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen en van de kosten van het vreemd vermogen. Beiden worden vastgesteld op portefeuilleniveau. Corporaties trekken ook geen financiering aan op projectniveau maar op corporatieniveau. Corporaties die de WACC gebruiken voor investeringsbeslissingen stellen nu ook meestal slechts één WACC vast voor heel hun portefeuille en passen hooguit hun rendementsdoelstelling aan voor specifieke investeringen (Pronk, 2019 & Driesprong 2020). Voor inzicht in de financiële positie kan dus een disconteringsvoet op portefeuilleniveau volstaan en voor vastgoedsturing op complexniveau kan de marktwaarde worden gebruikt. De corporaties geven ook aan dat de regio waarin een corporatie opereert, oftewel de locatie van het vastgoed, relevant is voor de hoogte van de disconteringsvoet. In de marktwaarde is het effect van locatie sterk terug te zien, zowel in de kasstromen als in de disconteringsvoet. Voor de beleidswaarde is locatie eigenlijk niet zo relevant. We hadden in hoofdstuk 4 al gezien dat de kasstromen uit de beleidswaarde maar zeer beperkt variëren per woningmarktregio. De financieringskosten verschillen, vanwege het borgingsstelsel, ook niet sterk per regio. Het ligt dus niet voor hand om op basis van locatie de disconteringsvoet aan te passen. Eventueel zou er voor zeer specifieke gevallen, aardbevingsgebieden of krimpregio's een opslag toegepast kunnen worden. Deze laatste optie kan ook worden toegepast op corporaties die een zeer specifieke doelgroep hebben. De meerderheid van de corporaties benoemt ook duurzaamheid als factor voor de hoogte van disconteringsvoet. Het klopt dat duurzaamheid op dit moment nog maar beperkt terugkomt in de hoogte van de marktwaarde én van de beleidswaarde maar het is de vraag in hoeverre dit terug zou moeten komen in de disconteringsvoet. Alle corporaties weten nu wel wat de opgave is. Het is inmiddels zelfs duidelijk dat woningen met slechte energielabels over een paar jaar niet meer verhuurd mogen worden. Het duurzaamheidsvraagstuk zou dus via de kasstromen moeten worden ingerekend en niet worden versleuteld in de disconteringsvoet.

8.5 De oplossingsrichtingen

Oplossing I: Afslag op de marktconforme disconteringsvoet

Een afslag op de marktconforme disconteringsvoet heeft de voorkeur van de woningcorporaties. Het is een logische oplossing op het eerste gezicht. Het is ook een eenvoudige oplossing om uit te voeren voor corporaties. Daarnaast is het ook nog eens goed uit te leggen doordat de link en het verschil met beleggers zo expliciet wordt gemaakt. Maar, behalve deze voordelen heeft dit alternatief vooral beperkingen. Het adresseert het probleem van de hoge volatiliteit van de marktdisconteringsvoet niet. Ook is er geen directe link met de vermogenskosten van de corporaties. Tot slot is de vergelijkbaarheid niet optimaal doordat de beperkingen van de marktconforme disconteringsvoet in stand worden gehouden. Bepaalde keuzes van de desbetreffende taxateur kunnen daardoor doorwerken in de beleidswaarde wat de vergelijkbaarheid niet ten goede komt. Het is een oplossingsrichting die het probleem wel voor een deel aanpakt maar de corporatiesector uiteindelijk niet helpt om meer inzicht te verkrijgen in hun lange termijn financiële positie en (on)mogelijkheden.

Oplossing II: Opbouwmethode voor beleidsconforme disconteringsvoet

De opbouwmethode scoort goed bij een aantal van de corporaties die deze methode kent van hun marktwaarderingen. Tijdens de interviews werden echter al vraagtekens gezet bij de praktische uitwerking van deze optie. Deze vraagtekens werden nog eens versterkt in de expertinterviews. De gedachte achter deze methode is nog wel uit te leggen maar de eventuele

uitwerking en onderbouwing is een ander verhaal. Deze methode is niet te staven met bewijs. Ook is het de vraag of het realistisch én wenselijk is om deze methode over te laten aan de individuele corporaties. Er is wel een sectoraal model te maken maar dat model zou vooral gebaseerd zijn op aannames en normatieve keuzes. Dat kan een bewuste keuze zijn maar zoiets zo heel veel afstemming vereisen tussen de verschillende belanghouders. Er zou dan wel een disconteringsvoet op complexniveau zijn die rekening houdt met allerlei eigenschappen maar het schiet het doel van de beleidswaarde voorbij. Er zou vooral een hoop complexiteit worden geïntroduceerd.

Oplissing III: Maatschappelijke disconteringsvoet

Het overnemen van de door de overheid gehanteerde maatschappelijke disconteringsvoet kon op weinig enthousiasme van de woningcorporaties rekenen. Op een aantal criteria doet deze optie het echter zo slecht nog niet. Het is een eenvoudig alternatief met lage administratieve lasten. Transparant is het ook want iedereen gebruikt dezelfde disconteringsvoet, wat de onderlinge vergelijkbaarheid ten goede komt. Omdat de maatschappelijke disconteringsvoet maar eens in de vijf jaar wordt bijgesteld haalt het ook een groot deel van de volatiliteit weg. Hoewel er een uitgebreide onderbouwing achter zit maakt dit het nog niet direct goed uitlegbaar. Nadeel is vooral dat het niet aansluit op de rendementseisen van de sector zelf.

Oplissing IV: Volkshuisvestelijke disconteringsvoet

De volkshuisvestelijke disconteringsvoet is een eenvoudige oplossing die de potentie heeft om de volatiliteit van de huidige disconteringsvoet aanzienlijk te dempen. Doordat er alleen naar de kosten van het vreemd vermogen wordt gekeken (plus een opslag) ontbreekt de aansluiting met de rendementseis op het eigen vermogen. Het is dus vooral een rendementseis van de verstrekker, of borger, van het vreemd vermogen. Dat lijkt een onnodige beperking te zijn die ook de uitlegbaarheid niet ten goede komt.

Oplissing V: WACC

De WACC was onder de corporaties een middenmoter maar komt op basis van de criteria bovenaan. De WACC maakt namelijk direct de vertaling van kosten van het eigen én vreemd vermogen naar een rendementseis. Het is goed uit te leggen omdat het een bekende methode is die al jaren wordt toegepast bij een deel van de corporaties. De onderbouwing van een aantal van de parameters kan een uitdaging zijn maar met een aantal corporatiesector specifieke aanpassingen is hier uit te komen. Het vergt nog wel wat inzet om de hoogte te bepalen maar hier is, afhankelijk van de exacte invulling, geen extra data van de corporaties voor benodigd. De transparantie en vergelijkbaarheid is nog wel afhankelijk van de exacte invulling van de berekening. Deze methode heeft daarnaast de potentie om de volatiliteit aanzienlijk af te zwakken.

In tabel 12 zijn de scores per oplossingsrichting samengevat.

8.6 Vervolg

Een disconteringsvoet op basis van de WACC lijkt dus de meest veelbelovende oplossingsrichting als we het doel om meer inzicht te verkrijgen in de lange termijn financiële positie van corporaties centraal zetten. Hoewel een verdere uitwerking van deze oplossingsrichting een onderzoek op zich is kan er wel een aantal uitgangspunten en overwegingen worden benoemd. Zoals in besproken in 5.2 moeten er bij de bepaling van de WACC een aantal keuzes worden gemaakt over de invulling van de parameters. Boot & Ligterink (2011) en Gils & Swagerman (2015) gaven al aan dat er serieuze uitdagingen zijn bij het bepalen van de WACC maar dat er wel mogelijkheden zijn. Aan de hand van de interviews kan dit nu verder worden ingevuld. De corporaties gaven vrijwel allemaal aan dat eenvoud en

uniformiteit cruciaal zijn maar dat ze toch ook wel een zekere mate van eigen invulling wenselijk achten. Dat klinkt tegenstrijdig maar is op te lossen door gezamenlijk heldere spelregels af te spreken maar daarbinnen wel enige vrijheid voor een eigen invulling te geven. Net als bij de marktwaarde zou er gewerkt kunnen worden met een basis disconteringsvoet, een door Aw & WSW vastgestelde sectorale WACC. Daarnaast zouden de corporaties die daar behoefte aan hebben een eigen WACC kunnen bepalen aan de hand van een aantal vooraf afgesproken spelregels en binnen bepaalde bandbreedtes. Dit schept een balans tussen eenvoud en administratieve lasten verlichting enerzijds en maatwerk anderzijds. Ook wordt rekening gehouden met de belangen van de toezichthouders door te werken met bandbreedtes waardoor er ook weer niet te veel vrijheid ontstaat. Bij de verschillende parameters van de WACC komen nog wel wat lastige keuzes kijken. In 2.3 was de formule voor de WACC besproken. De in te vullen parameters zijn de leverage, oftewel de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen (w_d en w_{eq}), de kosten van het vreemd en eigen vermogen (r_d en r_{eq}) en het belastingtarief (T).

Verhouding eigen en vreemd vermogen

Bij het vaststellen van de verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen, de leverage, komt een serieuze complicatie om de hoek kijken. Voor het bepalen van het eigen vermogen ten behoeve van de LTV binnen het beoordelingskader wordt nu naar de beleidswaarde gekeken. Echter, het is juist die beleidswaarde die we met deze WACC willen gaan bepalen. We zitten dus al direct in een cirkelredenering. Gils & Swagerman (2015) bieden een uitweg doordat zij aangeven dat voor de leverage op basis van de marktwaarde bepaald dient te worden omdat anders ook nooit de vergelijking met de markt kan worden gemaakt, die later ook weer relevant is voor de bepaling van de vermogenskosten. Gils & Swagerman (2015) focussen nadrukkelijk op een aantal vergelijkingen met de markt die corporaties, zoals hierna beschreven, eigenlijk kunnen vermijden. Hoewel een optie is dit dus eigenlijk niet wenselijk, noch nodig. Zij bevelen echter ook aan dat woningcorporaties en toezichthouders gezamenlijk een maximale leverage afspreken in de context van het borgingsstelsel. Een mening die ook in één van de interviews naar boven kwam. Dit hangt ook weer samen met de vraag of je moet kijken naar de huidige leverage of de toekomstige, gewenste leverage. Hoewel we dus niet de huidige leverage weten is er op basis van de normeringen uit het beoordelingskader van Aw & WSW wel een maximale leverage te herleiden. Eventueel zou ook de leverage op basis van de huidige beleidswaarde als startpunt gebruikt kunnen worden. Vervolgens kan er rekenkundig naar een nieuw evenwicht worden toegewerkt (zie Conijn et al., 2022 voor een illustratie).

Kosten vreemd vermogen

Hier is de vraag of er gekeken moet worden naar de kosten van de huidige portefeuille of naar de kosten van de toekomstige, aan te trekken leningen. Het nadeel van uitgaan van de toekomstige leningen is dat als je de huidige rentestand dan neemt dat deze alsnog sterk volatiel kunnen zijn. Omdat het grootste gedeelte van de leningen van corporaties een lange looptijd kent geeft dit geen goed beeld van de rentekosten voor de komende jaren. Omdat we hier op zoek zijn naar inzicht in de lange termijn financiële situatie en woningcorporaties investeren met een zeer lange horizon ligt het voor de hand om te kijken naar een inschatting van de gemiddelde lange termijn rente. Vergelijkbaar dus met hoe voorheen de disconteringsvoet in de bedrijfswaarde werd vastgesteld (WSW, 2016). Het voordeel van deze optie is ook dat het de korte termijn volatiliteit sterk dempt doordat er niet alleen naar de huidige rentestand in de markt wordt gekeken. Echter, de onderbouwing is in dit geval een uitdaging en het houdt weer minder rekening met de huidige individuele leningportefeuilles. Een praktische oplossing kan zijn om naar de gemiddelde rentekosten van de huidige leningportefeuilles te kijken. Dit kan relatief eenvoudig en zowel sectoraal als op corporatieniveau. Alleen bij een structureel sterk gewijzigd renteniveau zal dit een minder goed beeld geven van het toekomstig vereiste rendement.

Kosten eigen vermogen

Grootste complicatie bij organisaties zoals woningcorporaties is het vaststellen van de kosten van het eigen vermogen (Boot & Ligterink (2011) en Gils & Swagerman (2015)). In de praktijk omzeilen corporaties deze discussie door de inflatie of bouwkostenstijging als alternatief aan te houden (Pronk, 2016). De redenatie is dat het eigen vermogen op de lange termijn zijn koopkracht moet behouden. Die koopkrachtontwikkeling hangt nauw samen de ontwikkeling van de bouwkosten omdat die voor het grootste deel de toekomstige kosten van de woningen bepalen (Conijn, 2021). Om het vermogen in stand te houden is dus een geëist rendement van minimaal de bouwkostenstijging nodig. Op dit moment is het gebruikelijk om hier 2,5% per jaar voor te rekenen (Aw & WSW, 2021). Door aan te sluiten op de bouwkostenstijging zou dus de koopkracht van het eigen vermogen in stand moeten kunnen blijven. Hier is echter nog geen rekening gehouden met eventuele andere risico's die van toepassing kunnen zijn op corporaties. Corporaties dienen bijvoorbeeld rekening te houden met beleid uit de politiek. De afgelopen jaren is wel duidelijk geworden dat dit een grote impact kan hebben op de kasstromen. Bovenop die 2,5% zou dan nog een opslag moeten komen voor die overige risico's.

Overige overwegingen

In dit onderzoek is gekozen voor een duidelijke afbakening door de focus te leggen op de disconteringsvoet binnen de beleidswaarde. Zoals beschreven in hoofdstuk 4, en bevestigd in de interviews, zijn er nog meer tekortkomingen aan de beleidswaarde. Het aanpassen van de disconteringsvoet moet dan ook gezien worden als onderdeel van een grotere herziening van de beleidswaarde. Hier speelt ook de discussie over waar bepaalde risico's in een waardering moeten landen een rol. Horen deze verwerkt te worden in de kasstromen of in de disconteringsvoet. Vaak zou dit tweede het geval moeten zijn maar dan moet de methodiek dit wel toelaten. Dat is bij de huidige beleidswaarde niet altijd het geval. Daarnaast dient ook rekening te worden gehouden met het huidige beoordelingskader. Als de disconteringsvoet op basis van een nieuwe methodiek fors omlaag gaat dan zal de beleidswaarde hard stijgen en de LTV dalen. Voor de toezichthouders is het dan de vraag of hun normering dan aangepast dienen te worden. Bij de introductie van de beleidswaarde heeft men dit bijvoorbeeld wel gedaan.

8.7 Conclusie

De geïnterviewde corporaties benoemen een reeks aan gebruiksdoeleinden en overwegingen maar uiteindelijk zit de meerwaarde van de beleidswaarde in het verkrijgen van inzicht in de lange termijn financiële positie. De disconteringsvoet zou dus geoptimaliseerd moeten worden voor dat doeleinde. De WACC heeft hier de meeste potentie voor omdat deze direct aansluit op de andere zijde van de balans, het eigen en vreemd vermogen. Een sectorale WACC kan voor de meeste corporaties afdoende zijn en wie dat wil kan, binnen bandbreedtes, daarvan afwijken. Wat dit uiteindelijk doet met de investeringsruimte van woningcorporaties is lastig te zeggen want dit hangt ook af van hoe de toezichthouders hiermee om zullen gaan in de context van hun beoordelingskader. Dit betekent dat een lagere disconteringsvoet dus niet automatisch hoeft te leiden tot meer investeringsruimte, iets wat wel werd gesuggereerd in een onderzoek van het EIB (2019). Wat een beleidsconforme disconteringsvoet zou moeten bereiken is dat het een beleidswaarde oplevert waarin corporaties zich meer in herkennen en die een beter beeld geeft van de lange termijn financiële positie van de corporaties.

	Afslag op de marktconforme disconteringsvoet	Opbouwmethode	Maatschappelijke disconteringsvoet	Volkshuisvestelijke disconteringsvoet	WACC
Eenvoud	+	-	+	+	0
Uitlegbaarheid	+	0	-	-	+
Objectiviteit	+	-	0	0	+
Transparantie	0	-	+	+	0
Vergelijkbaarheid	-	0	+	+	0
Inzicht in financiële positie	-	-	-	0	+
Volatiliteit	-	+	+	+	+
Ranking	4	5	3	2	1

Tabel 12: beoordeling oplossingsrichtingen

Hoofdstuk 9 – Conclusie, reflectie en aanbevelingen

9.1 Inleiding

In dit laatste hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de deelvragen uit de inleiding. Dit leidt vervolgens tot het beantwoorden van de hoofdvraag van de scriptie. Daarna volgt een reflectie op het uitgevoerde onderzoek en op de uitkomsten. Dit wordt vertaald naar een aantal aanbevelingen. Tot slot worden er suggesties gedaan voor vervolgonderzoek.

9.2 Antwoorden op deelvragen

1) Waarom hanteren woningcorporaties het waardebegrip beleidswaarde?

De meeste corporaties hebben nog steeds hun bedenkingen bij de beleidswaarde maar omdat het begrip verankerd is in het beoordelingskader van hun toezichthouders moeten ze het wel gebruiken. Er wordt verplicht op gerapporteerd in de jaarrekening en begroting. Daarnaast is het voornaamste gebruiksdoel om middels de begroting inzicht te krijgen in de ontwikkeling van de financiële ratio's en de lange termijn financiële positie. Een meerderheid van de corporaties gebruikt de beleidswaarde ook bij het beoordelen van investeringen. Buiten dit is het gebruik beperkt. Een minderheid heeft wel de wens om meer te benchmarken.

2) Hoe wordt de disconteringsvoet in de beleidswaarde bepaald?

De disconteringsvoet in de beleidswaarde wordt overgenomen uit het exploitatiescenario van de marktwaarde. Hoe deze wordt bepaald hangt af van of een corporatie de marktwaarde vaststelt met tussenkomst van een externe taxateur (full versie) of het Handboek volgt (basis versie). Taxateurs kijken bij het vaststellen van de disconteringsvoet naar een combinatie van locatie, objectgegevens, kasstromen, exit yield en het aanvangsrendement. In de basisversie wordt de disconteringsvoet modelmatig afgeleid van de full versie waarderingen van het voorgaande jaar. In beide versies wordt geen rekening gehouden met het corporatiebeleid.

3) Is deze disconteringsvoet passend voor het risicoprofiel van sociale huurwoningen en het corporatiebeleid?

De disconteringsvoet is een rendementseis en deze moet in lijn zijn met het risicoprofiel van de investering, de wijze van financiering en de tijdsvoorkeur van de belegger. Corporaties hebben dankzij het borgingsstelsel een hoge kredietwaardigheid, beleggen voor de zeer lange termijn en rekenen met veel voorzichtigere kasstromen. De geïnterviewde corporaties herkennen dit beeld en vinden in grote meerderheid dat de disconteringsvoet niet passend is. De taxateurs geven aan dat hun disconteringsvoetmodellen bij significant andere kasstromen tot andere uitkomsten zouden leiden. De disconteringsvoet is dus niet passend.

4) Wat is het gevolg van het hanteren van een marktconforme in plaats van een beleidsconforme disconteringsvoet?

Dit leidt tot een disconteringsvoet die meebeweegt met de beleggersmarkt waardoor de beleidswaarde hard kan stijgen of dalen, zelfs bij onveranderd corporatiebeleid. Dit werkt door in de financiële ratio's, leencapaciteit en investeringscapaciteit. De corporaties herkennen dit en de meesten beschouwen dit als een probleem. Ze hebben een grote investeringsopgave die ze vastleggen in meerjarige plannen en zijn dus gebaat bij een voorspelbare en stabiele LTV. In de praktijk leidt dit (nog) niet tot problemen omdat de meeste corporaties er financieel goed voorstaan. In een ander renteklimaat zou dit kunnen omslaan. De meesten houden wel een veiligheidsmarge aan bij hun LTV maar die marge is niet gemotiveerd door de volatiliteit van de disconteringsvoet. Daarnaast kijken ze ook naar de kasstromen zelf en die staan los van de disconteringsvoet.

5) Wat zijn mogelijke oplossingsrichtingen om tot een beleidsconforme disconteringsvoet te komen?

Op basis van vooronderzoek zijn vijf suggesties gedaan: een afslag op de huidige disconteringsvoet, een opbouwmethode vergelijkbaar met de methodiek uit de marktwaarderingen, het overnemen van de maatschappelijke disconteringsvoet die de overheid hanteert, een sectorale, volkshuisvestelijke disconteringsvoet en tot slot een disconteringsvoet op basis van de WACC. Daarnaast stelde sommige geïnterviewde corporaties voor om bepaalde oplossingsrichtingen te combineren. De respondenten waren sterk verdeeld over de verschillende oplossingsrichtingen. Wat ze wel gemeenschappelijk hadden is dat ze allemaal wijzen op het belang van uniformiteit. Dat betekent niet dat ze vinden dat iedereen exact dezelfde disconteringsvoet moet hanteren maar wel dat iedereen op dezelfde manier tot een disconteringsvoet moet komen. Uniformiteit, vergelijkbaarheid, eenvoud en uitlegbaarheid zijn hier de sleutelwoorden.

9.3 Antwoord op hoofdvraag

De centrale vraag van dit onderzoek was:

Hoe kan de disconteringsvoet uit de beleidswaarde worden aangepast zodat deze beter bij het risicoprofiel van het corporatiebeleid past?

Elke oplossingsrichting adresseert een net iets ander onderdeel van het probleem of doel en komt met specifieke voor- en nadelen. Is de huidige volatiliteit wel of geen probleem? Hoe belangrijk is een objectieve onderbouwing? Moet er wel of niet rekening worden gehouden met de financiering en met regionale verschillen? Een afslag op de marktconforme disconteringsvoet scoort onder de corporaties het hoogst maar voldoet niet aan de wens voor een lagere volatiliteit. De opbouwmethode scoort goed omdat deze rekening houdt met een waaier aan factoren maar dit maakt het ook al snel te complex en de onderbouwing is twijfelachtig. De maatschappelijke disconteringsvoet is niet populair maar kan wel als referentiepunt dienen want een grote afwijking ten opzichte van deze disconteringsvoet lijkt niet rechtvaardigen. Een volkshuisvestelijke disconteringsvoet ligt slechts bij een enkeling goed, de meeste corporaties wensen meer differentiatie. De WACC is de enige oplossing die vanuit de literatuur specifiek voor de beleidswaarde is voorgesteld. Onder de corporaties eindigt deze optie echter in de middenmoot. Deze optie wijkt sterk af van de huidige disconteringsvoet terwijl de meeste corporaties niet te ver lijken af te willen wijken van de huidige situatie. Desondanks biedt deze oplossingsrichting de beste kans om de beleidswaarde daadwerkelijk een stap verder te brengen doordat deze oplossing een koppeling legt met de kosten van zowel het vreemd als het eigen vermogen en de mogelijkheid biedt om tot een betere inschatting te komen van de ontwikkeling van het eigen vermogen. Het is juist dit inzicht in de lange termijn financiële positie waar de beleidswaarde een meerwaarde voor zou kunnen zijn.

9.4 Reflectie en aanbevelingen

Het schrijven van deze scriptie was een proces van vallen en opstaan. Na het identificeren van het onderwerp was de initiële opzet snel bedacht. Het vertalen naar een concreet onderzoeksplan verliep minder voorspoedig. In eerste instantie was het idee om het te combineren met een kwantitatieve analyse naar het effect van bepaalde oplossingsrichtingen. Echter, de vragen die nog voor een eventuele verdere uitwerking zitten bleken veel relevanter. Vragen over wat corporaties met de beleidswaarde willen, waar de pijnpunten zitten en wat vanuit die wensen, én de theorie, kansrijke oplossingsrichtingen zijn. Gaandeweg is het onderzoek hier op aangepast. Het verkennende karakter van het onderzoek in combinatie met de wat ingewikkelde en soms wat minder bekende aspecten van het onderwerp maakte de keuze tussen interviews of enquêtes een uitdaging. Het was een afweging tussen het aantal

respondenten en representativiteit versus diepgang. Hoewel de kleine sample het lastig maakt om uitspraken te doen voor de hele sector was het wel de juiste keuze. Het bood de mogelijkheid om door te vragen naar de motivatie en gedachten van de respondenten. De verwachting was dat de corporatiewereld sterk verdeeld zou zijn over dit onderwerp en de interviews hebben dit beeld bevestigd. Wat opviel was dat de corporaties eensgezind zijn in hun wens naar eenvoud, uniformiteit en vergelijkbaarheid. Daarnaast waarderen de meesten het juist dat de beleidswaarde een afgeleide is van de marktwaarde en ziet men de disconteringsvoet uit de marktwaarde juist als een bruikbaar startpunt voor een beleidsconforme disconteringsvoet.

De respondenten zijn dusdanig verdeeld dat het lastig is om een oplossing aan te bevelen. De waterval wordt gewaardeerd en de relatie met de marktwaarde heeft ook zo zijn voordelen. Echter, niet elke oplossingsrichting is even goed te combineren met de marktwaarde en de waterval. Op een geheel nieuw waardebegrip zit overigens vrijwel niemand te wachten. Er is niet één oplossingsrichting die alle geïdentificeerde problemen adresseert. Dat kan ook niet omdat de corporaties onderling zo verschillend denken over de beleidswaarde en de disconteringsvoet. Er is geen gedeelde visie op dit vraagstuk. Daarnaast zijn er nog andere tekortkomingen die verder verkend zouden moeten worden zodat de beleidswaarde integraal kan worden verbeterd. Voor nu lijkt het verstandig om de huidige systematiek aan te houden. Door een deel van de corporaties wordt dit als een “best guess” gezien en de uniformiteit en aansluiting op de marktwaarde wordt gewaardeerd. Eén oplossingsrichting is het verdiepen waard. Namelijk de WACC, omdat deze de potentie heeft om het inzicht in de toekomstige investeringscapaciteit naar een hoger niveau te tillen. Daarnaast zouden de toezichthouders het bepalen van de normen voor onderhoud en beheer kunnen aanscherpen en meer inzicht kunnen verschaffen in hoe zij naar de waarde van het corporatievastgoed kijken in relatie tot de kasstromen en hoe zij tot hun beoordeling komen. Om de beleidswaarde verder te verankeren zou het ook helpen om deze in de balans op te nemen in plaats van de marktwaarde. Voor de corporaties zelf is het zaak om gezamenlijk het gesprek aan te gaan over de beleidswaarde en wat zij zelf met dit waardebegrip willen. Zonder brede consensus en draagvlak is namelijk geen enkele oplossingsrichting een verbetering.

9.5 Suggesties voor vervolgonderzoek

Gezien de grote onderlinge verdeeldheid bij de corporaties zou een grotere evaluatie nuttig zijn. De bevindingen uit dit onderzoek kunnen gebruikt worden om een grotere groep corporaties gericht te ondervragen. Onderzoek naar de exacte invulling van de parameters uit de WACC is een logisch vervolg op dit onderzoek. Ook de afweging tussen uniformiteit en maatwerk kan verkend worden. Een aantal van de respondenten benoemde de relatie tussen waarde, kasstromen, ratio's en het beoordelingskader van Aw en WSW. Dit is het verdiepen waard, zeker als er een aangepaste beleidswaarde komt die sterk afwijkt van de huidige. In dit onderzoek is niet altijd het onderscheid gemaakt tussen DAEB en niet-DAEB terwijl hier wel degelijk met een andere rendementseis kan, of zelfs moet, worden gewerkt. Inzicht in de noodzaak en mogelijkheden voor een separate disconteringsvoet voor beide takken is dus gewenst. De respondenten stippen in hun antwoorden ook nog een aantal andere tekortkomingen van de beleidswaarde aan. De vraagstukken van functionele veroudering, de eindwaardeberekening en de eeuwigdurende exploitatie zouden verkend en verdiept kunnen worden. In deze scriptie is voor een duidelijke afbakening gekozen maar uiteindelijk is het van belang om op een integrale wijze naar de gebruiksdoelen, de verschillende tekortkomingen en de eventuele aanpassingen te kijken. Op deze manier kan de beleidswaarde stapje voor stapje worden doorontwikkeld.

Literatuurlijst

- Autoriteit Consument & Markt (ACM), (2021). *Advies vermogenskostenvoet drinkwaterbedrijven vanaf 2022*.
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw). (2020). *Staat van de corporatiesector 2019*
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw). (2021). *Staat van de corporatiesector 2020*
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw). (2022). *Staat van de corporatiesector 2021*
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw) & Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). (2019). *Leidraad economische parameters dPi 2019*.
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw) & Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). (2021a). *Leidraad economische parameters dPi 2021*.
- Autoriteit Woningcorporaties (Aw) & Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). (2021b). *Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW*.
- ABF Research (2021). *Validatie Handboek 2020*.
- Berkhout, T. M., (2021). *Verschillende waarden voor verschillende doeleinden*. Real Estate Research Quarterly, 2.
- Berkhout, T.M. & Zwart, H., (2018). *Basisboek Vastgoedfinanciering* (3^e druk).
- Binnenlandse Zaken en Koninkrijkrelaties (BZK). (2020). *Opgaven en middelen corporatiesector*.
- Binnenlandse Zaken en Koninkrijkrelaties (BZK). (2020b). *Wijziging formule overcompensatie woningcorporaties*.
- Boot, A.W.A. & Ligterink, J. (2011), *Regulering van rendementen: snappen we het echt?* Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie.
- Buffing, S., Achterveld, W., & Conijn, J. (2014). *Analyse individuele waarderingshandboeken*.
- Conijn, J. (2021). *Sturen op het eigen vermogen; het perspectief van woningcorporaties*.
- Conijn, J., Eggermont, M. & Wetzels, S. (2020). *Duurzaam bedrijfsmodel: een financiële invalshoek*.
- Custers, J., Van der Lans, J., Pflug, M., Appelman, S. & Beekers, W. (2017). *Canon volkshuisvesting*. Vereniging Canon Sociaal Werk.

- Conijn, J., Vrijmoet, D. & Dioncre, J. (2022). *Eindrapportage verbeteren beleidswaarde*
- Driesprong, T. (2020). Investeren in bestaand vastgoed door woningcorporaties.
- Economisch instituut voor de Bouw (EIB). (2019). *Investeringscapaciteit woningcorporaties, Een verkenning naar de mogelijkheden in het licht van de maatschappelijke opgave.*
- Fakton. (2021). *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde.*
- Finance Ideas. (2019). *Corporatie Survey, 2019, kwartaal 2.*
- Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate; analysis and Investments.* Manson (USA): Oncourse Learning (third
- Gils, M., & Swagerman, D. B. (2015). Toepassing van de WACC in de woningcorporatiesector. Een verkenning van de mogelijkheden en onmogelijkheden. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie.*
- Gruis, V. H. (2000). *Financieel-economische grondslagen voor woningcorporaties.* DUP Science.
- Hordijk, A., Worms, C. & Van den Berg, S. (2015). *Serie over disconteringsvoet: juiste disconteringsvoet is complex opgave.* PropertyNL.
- IPD MSCI (2016). *Marktpresentatie 2015.*
- Majoor, M. (2019). *Worstelen met de LTV ratio's en de beleidswaarde.* *Finance Ideas.* <https://finance-ideas.nl/ltv-ratios-beleidswaarde/>
- Ministerie van Financiën (2020). *Kabinetsreactie werkgroep Discontovoet.*
- Ministerie van Financiën (2020). *Rapport werkgroep Discontovoet 2020.*
- Mouter, N. (2013). *Eerste hulp bij MKBA's.* www.mkba-informatie.nl
- NRVT. (2021). *International Valuation Standards 2022, Nederlandse vertaling.*
- Kwaak, I. (2018). *De waarde van beleids- en marktwaarde voor vastgoedsturing bij woningcorporaties.*
- Pronk, D. (2019). *Rendementseis voor woningcorporaties.* ASRE Scriptie.
- Ortec Finance. (2021a). *Indicatieve bestedingsruimte Woningcorporaties 2021.*
- Ortec Finance. (2021b). *Marktpresentatie Beleidswaarde*

ValueMetrics (2021). Best Practice Marktwaardering.

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

Van Os, P. (2015). *Sturen op marktwaarde in de corporatiesector; de verkeerde afslag*. WoningmarktNL. <https://vastgoedjournaal.nl/news/25780/sturen-op-marktwaarde-in-de-corporatiesector-de-verkeerde-afslag>.

Van Vugt, M. (2021). *De disconteringsvoet ontrafeld?* ASRE scriptie.

Vlek, P., Rust, W. & Schrama, P. (2018). Investeren in vastgoed, grond en gebieden: financiële theorie en praktijkvraagstukken (5^e druk). SPRYG Real Estate Academy.

WSW (2016). Parameters bedrijfswaarde 2016.

Bijlages

Bijlage I – Vragenlijst interviews

De beleidswaarde wordt door Aw en WSW gebruikt voor de externe beoordeling van uw corporatie. Zij hebben hier twee doelen mee voor ogen. Allereerst geeft het Aw en WSW inzicht in de waarde en financiële positie, rekening houdend met continuering van de maatschappelijke opgave. Daarnaast geeft het stakeholders inzicht in het verschil in waarde, en daarmee vermogen, dat een corporatie inzet voor haar maatschappelijke opgave.

- 1) De beleidswaarde wordt dus door Aw en WSW gebruikt voor de externe beoordeling van uw corporatie. Gebruikt uw corporatie de beleidswaarde daarnaast voor andere doeleinden?**

Ja	Namelijk... en waarom?
Nee	

- 2) Zou u de beleidswaarde voor meer doeleinden willen gebruiken?**

Ja, namelijk...	
Nee	

- 3) Wat zijn sterke punten van de beleidswaarde?**

--

- 4) Wat zijn aandachtspunten bij de beleidswaarde?**

--

- 5) De beleidswaarde geeft mijn corporatie inzicht in de waarde van ons vastgoed en onze financiële positie, rekening houdend met continuering van onze maatschappelijke opgave.**

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

- 6) De beleidswaarde geeft mijn corporatie inzicht in het verschil in waarde, en daarmee vermogen, dat wij inzetten voor onze maatschappelijke opgave.**

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

7) Op welke niveaus is de beleidswaarde relevant voor u?

	Wel	Niet	Geen mening
Totale portefeuille			
DAEB / niet-DAEB			
Complex			
VHE			
Anders, namelijk			

8) De beleidswaarde dient te blijven worden afgeleid van de marktwaarde.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

9) De waterval dient behouden te blijven.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

In de huidige beleidswaarde is de disconteringsvoet de rendementseis waartegen de verwachte toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt. Deze disconteringsvoet wordt overgenomen uit de marktwaarde. De volgende stellingen en vragen gaan hier dieper op in.

10) Het risicoprofiel van woningcorporaties is vergelijkbaar met het risicoprofiel van commerciële woningbeleggers.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

11) Het is geen probleem dat de huidige disconteringsvoet in de beleidswaarde mee fluctueert met de vastgoedbeleggersmarkt.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

12) De disconteringsvoet uit de marktwaarde is geschikt om in de beleidswaarde te gebruiken.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

13) Leidt het overnemen van de disconteringsvoet uit de marktwaarde tot ongewenste gevolgen?

Nee	
Ja, namelijk...	

De volgende vragen gaan over een eventuele aanpassing van de disconteringsvoet.

14) Het is wenselijk om een beleidsconforme disconteringsvoet te ontwikkelen.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

15) Een beleidsconforme disconteringsvoet dient door alle corporatie op dezelfde manier te worden vastgesteld.

Sterk mee oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Sterk mee eens

16) Op welk niveau moet een beleidsconforme disconteringsvoet worden bepaald (gedifferentieerd)?

	Wel	Niet	Geen mening
Complex			
Corporatie			
Sector			
<i>Anders, namelijk</i>			

17) Welke factoren moeten een rol spelen in de hoogte van een beleidsconforme disconteringsvoet?

	Wel	Niet	Geen mening
Bouwjaar			
DAEB / niet-DAEB			
Duurzaamheid			
Locatie / regio			
Hoogte kasstromen			
Type woning			
Financiering (structuur)			
<i>Anders, namelijk...</i>			

Voor het bepalen van een beleidsconforme disconteringsvoet voor de beleidswaarde zijn 5 mogelijke oplossingsrichtingen geïdentificeerd. Deze zal ik zo kort toelichten.

Daarna wil ik u vragen om hier uw mening over te geven. Afhankelijk van de tijd gaan we hier dieper op in.

Oplossingsrichting I – Afslag op de marktconforme disconteringsvoet

In deze optie is de disconteringsvoet uit de marktwaarde nog altijd het startpunt. Vervolgens wordt een afslag gedaan waarin het verschil tussen marktconform exploiteren door een belegger en het corporatiebeleid tot uiting komt.

Oplossingsrichting II – Opbouwmethode

Vergelijkbaar met hoe de disconteringsvoet in de full versie vaak wordt bepaald. Vertrekpunt is het risicovrije rendement en vervolgens wordt aan de hand van een aantal complexe eigenschappen en kasstromen de disconteringsvoet per complex in stapjes opgebouwd.

Oplossingsrichting III – Maatschappelijke disconteringsvoet

Dit is de disconteringsvoet die de Nederlandse overheid gebruikt om publieke investeringen en overheidsbeleid te waarderen en te beoordelen. Deze wordt elke vijf jaar vastgesteld op basis van de risicovrije rentevoet, de rendementseisen van huishoudens en bedrijven en de risicopremies op verschillende beleggingen. Tot slot word dit gecombineerd met een zogenaamde welvaartstheorie waarmee men tot een maximale en optimale welvaart probeert te komen.

Oplossingsrichting IV – Volkshuisvestelijke disconteringsvoet

Voor de gehele corporatiesector wordt een vaste disconteringsvoet bepaald die de rendementseis weerspiegelt voor het gemiddelde vastgoed van woningcorporaties. Hoe een corporatie precies is gefinancierd wordt hier buiten beschouwing gelaten.

Oplossingsrichting V – WACC

In deze optie wordt de disconteringsvoet bepaald op basis van de gewogen gemiddelde kapitaalkosten aan de hand van de weighted average cost of capital. Hier wordt dus gekeken naar zowel de kosten van het eigen vermogen als die van het vreemd vermogen.

Dit waren de 5 mogelijke oplossingsrichtingen voor een beleidsconforme disconteringsvoet.

18) Welke methode(s) hebben uw voorkeur?

Verdeel 10 punten over de opties (meeste punten = sterkste voorkeur)

Afslag op de marktconforme disconteringsvoet	0
Opbouwmethode	0
Maatschappelijke disconteringsvoet	0
Volkshuisvestelijke disconteringsvoet	0
WACC	0

19) Kunt u uw voorkeursoptie nader toelichten?

Sterke punten:

Zwakke punten:

Aandachtspunten bij verdere uitwerking:

We zijn bijna aan het einde van de vragenlijst, nog slechts een paar vragen:

20) Heeft u zelf nog een suggestie voor een oplossingsrichting of andere opmerkingen of zelf nog vragen?

Nee	
Ja	Namelijk...

21) Maakt uw corporatie voor de bepaling van de marktwaarde van de woningen gebruik van de basis of full versie van het Handboek?

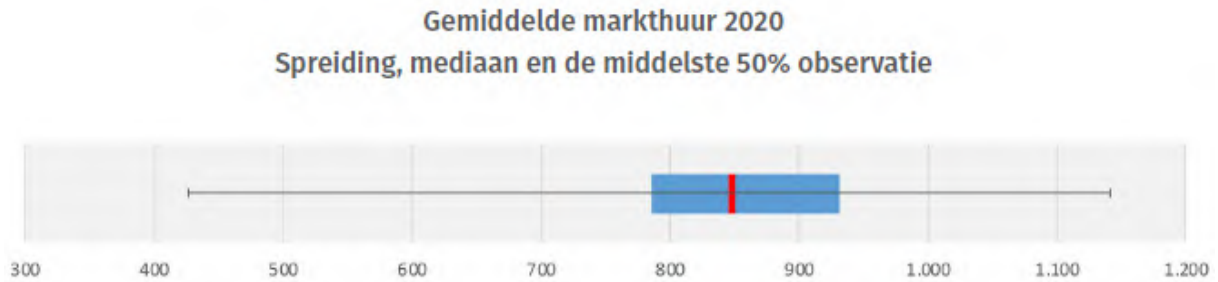
Basis	
Full	

22) Wat is uw functietitel?

--

Bijlage II – Cijfermatige beschouwing

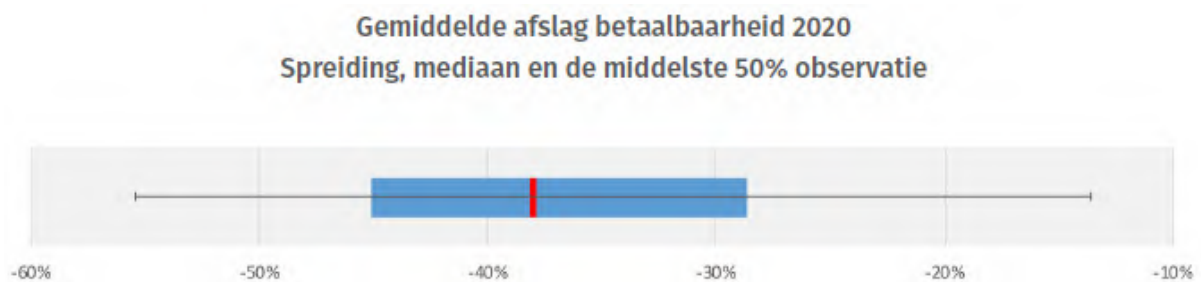
Onderstaande boxplots tonen het bereik van de observaties, ze laten dus zien binnen welke bandbreedte alle observaties vallen. De middelste 50% van de observaties zijn te zien in de blauwe blokken. De rode streep is de mediaan. Figuren 1a t/m 3c komen uit de Sectoranalyse beleidswaarde 2020 van Ortec Finance. Dit betreft niet alle woningcorporaties maar een grote selectie.



Figuur 1a

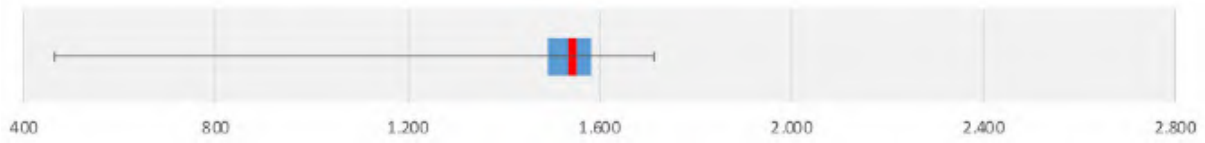


Figuur 1b



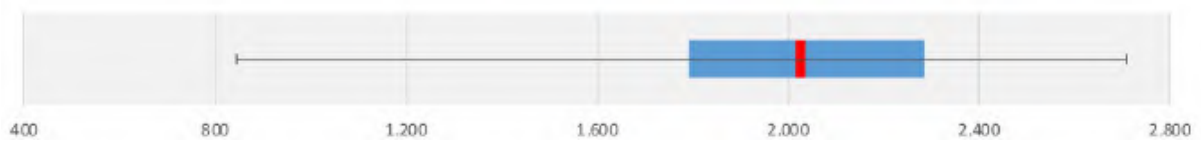
Figuur 1c

Gemiddelde marktnorm onderhoud 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie



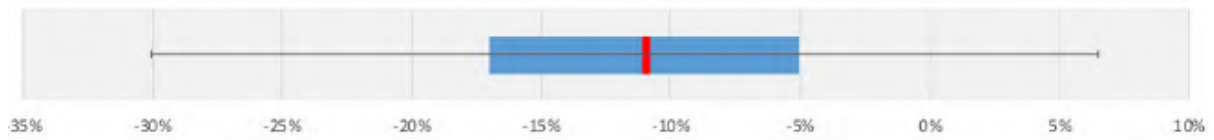
Figuur 2a

Gemiddelde beleidsnorm onderhoud 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie



Figuur 2b

Gemiddelde afslag kwaliteit 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie



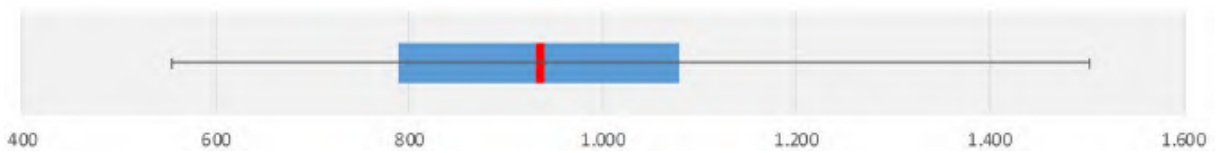
Figuur 2c

Gemiddelde marktnorm beheer 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie



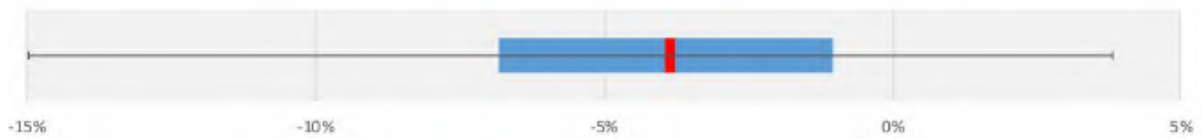
Figuur 3a

Gemiddelde beleidsnorm beheer 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie



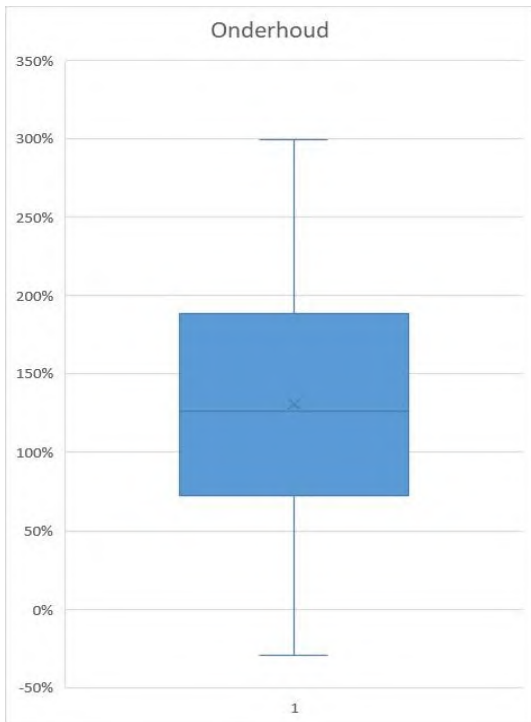
Figuur 3b

Gemiddelde afslag beheer 2020
Spreiding, mediaan en de middelste 50% observatie

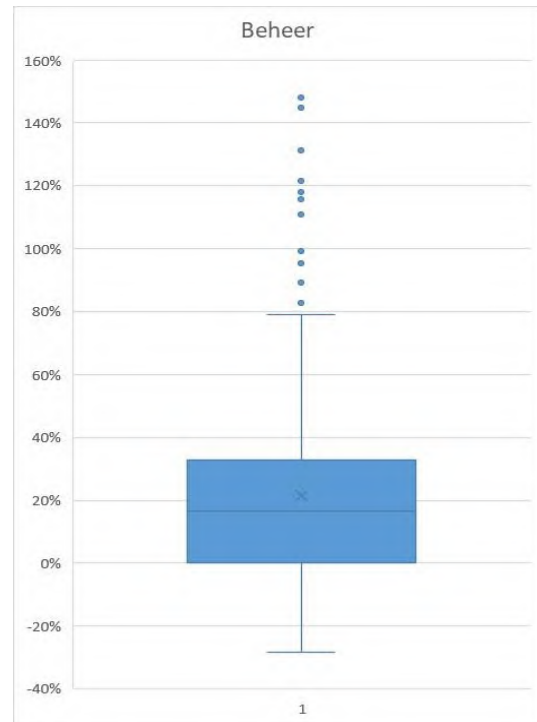


Figuur 3c

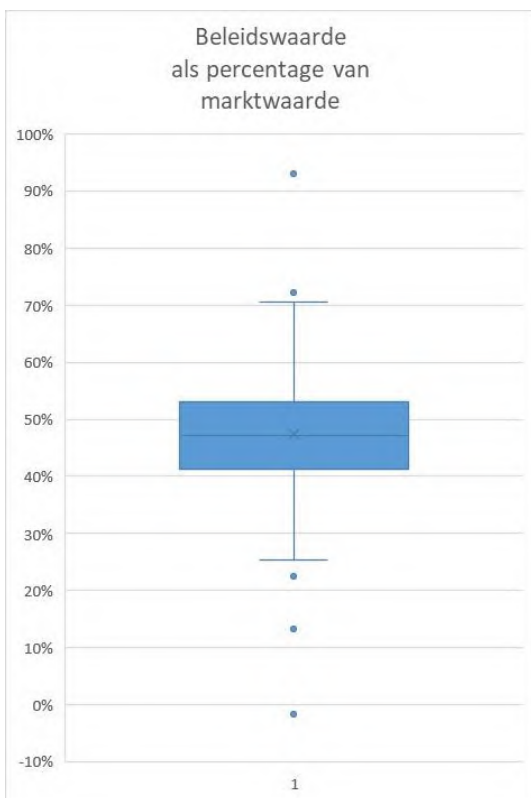
Figuren 4a en 4b geven de spreiding aan voor het verschil tussen de normen voor het onderhoud en het beheer uit de marktwaarde en die uit de beleidswaarde. Figuur 4c geeft de spreiding aan van de beleidswaarde als percentage van de marktwaarde. Het betreft hier de gemiddeldes per corporatie. Bron: dVi 2020, eigen bewerking.



Figuur 4a



Figuur 4b



Figuur 4c