



Activa passiva-transactie

Hoe kan binnen de woningcorporatiesector worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft?

M.A.M. (Michel) Immers
Den Haag, 6 maart 2021

Master of Science in Real Estate
Amsterdam School of Real Estate

1^o beoordelaar: drs. A. (Arthur) Marquard
2^o beoordelaar: dr. P. (Paul) de Vries

Voorwoord

Voor u ligt het eindresultaat van mijn afstudeeronderzoek van de MSRE opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. Met dit verkennende onderzoek hoop ik duidelijkheid te creëren in de volkshuisvestelijke meerwaarde van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft. Deze vorm van vastgoedtransactie is binnen de woningcorporatiesector relatief onbekend, maar is momenteel een vorm die binnen de woningcorporatiesector door Vestia wordt gebruikt om circa 10.000 woningen conform het 'Herijkt Verbeterplan 2019-2021' te verkopen aan collega woningcorporaties.

Als manager Treasury & Control bij woningcorporatie Staedion ben ik afgelopen 2,5 jaar vanuit het perspectief van een kopende woningcorporatie betrokken geweest bij de aankoop door middel van een activa/passiva transactie van het Vestia bezit in de gemeente Pijnacker-Nootdorp. Ik ben er persoonlijk erg trots op om op deze manier een maatschappelijke bijdrage te hebben geleverd om samen met Vestia te komen tot een volkshuisvestelijke oplossing voor het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de woningcorporatiesector in deze gemeente. Vanuit de praktijk heb ik ervaren hoe complex het krachtenveld van de woningcorporatiesector is. Er zijn veel actoren, en de wet- en regelgeving is complex. Keuzes en beslissingen worden niet alleen puur op basis van financieel rendement genomen, maar er dient ook rekening te worden gehouden met maatschappelijke afwegingen en afslagen. Dit bemoeilijkt het realiseren van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector.

Toen ik in februari 2017 op de ASRE startte met de 1^e module van de MSRE opleiding, Investeringsanalyse, had ik niet kunnen bedenken ruim 4 jaar later mijn afstudeeronderzoek af te kunnen ronden. De flexibiliteit om in eigen tempo deze opleiding modulair te volgen, en hierbij steeds nieuwe studiegenoten te ontmoeten en mee samen te werken, heb ik als enorme toegevoegde waarde ervaren. Mede hierdoor heb ik een optimale verdeling tussen werk, privé en studie kunnen realiseren. Iets wat mede door de COVID-19 pandemie, en vanuit huis les te geven aan mijn kinderen, gedurende bepaalde perioden uitdagend was.

Graag wil ik mijn afstudeerbegeleider Arthur Marquard bedanken voor zijn adviezen, vragen en ondersteuning tijdens mijn afstudeeronderzoek. Zijn prettige manier van begeleiding alsmede constructieve feedback hebben mede geleid tot het resultaat dat nu voor u ligt. Verder wil ik mijn werkgever, Staedion, bedanken voor de mogelijkheid en flexibiliteit om de MSRE opleiding aan de ASRE te kunnen volgen. Graag bedank ik tevens de zes leden van de expertgroep die de tijd en moeite hebben genomen om het onderwerp vanuit hun eigen expertise te belichten.

Tot slot wil ik in bijzonder mijn vrouw Joyce bedanken, die extra aandacht aan onze kinderen heeft gegeven op de momenten dat ik druk bezig was met deze opleiding. De door haar getoonde flexibiliteit afgelopen jaren heeft mij mede gebracht tot het punt waar ik nu ben: een afgeronde MSRE opleiding.

Michel Immers
Den Haag, 6 maart 2021

Managementsamenvatting

Dit afstudeeronderzoek zal inzicht en aanbevelingen geven aan woningcorporaties hoe er kan worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft voor de woningcorporatiesector, en er geen middelen 'weglekken' uit deze sector. Het onderzoek heeft een verkennend en exploratief karakter. Over de woningcorporatiesector is reeds veel bekend, echter over een activa/passiva transactie, waarbij naast de marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoed een equivalent aan marktwaarde van leningen wordt overgenomen, is weinig literatuur bekend. Om deze reden is het interviewen van experts een belangrijk element van deze scriptie. Afgelopen jaar zijn er een aantal activa/passiva transacties verricht tussen woningcorporaties wat vanuit empirisch oogpunt belangrijke inzichten heeft verschaft.

Vanuit het institutioneel kader zal worden ingegaan op de werking van het krachtenveld waarin een woningcorporatie actief is, en wat de belangrijkste actoren zijn; sectorinstituut WSW, toezichthouder Autoriteit woningcorporaties, gemeenten, huurdersorganisaties, het ministerie van BZK en kredietverstrekkers. Ook zal er worden ingegaan op een aantal actuele factoren die van belang zijn tot het verkrijgen van inzicht om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie: hoge vastgoedprijzen, lage rentepercentages, complexe wet- en regelgeving en een tekort aan sociale- en middenhuur woningen. In het theoretisch kader zal worden ingegaan op de financieringstheorie van een woningcorporatie en de methodiek van een vastgoedtransactie middels overname van zowel activa/passiva versus alleen activa (traditionele transactie). Maar ook de financiële beoordeling door WSW en Autoriteit woningcorporaties is hierbij een belangrijk aandachtspunt.

Door middel van bureau-onderzoek en het houden van interviews met verschillende experts door middel van een aangepaste delphi-methodiek zijn bevindingen uit de praktijk getoetst met de theorie. Dit heeft een aantal interessante inzichten gegeven wat een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector bij uitstek interessant maakt. Zo is het creëren van inzicht en draagvlak op het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang bij alle betrokken actoren van belang. Een activa/passiva transactie is voor een woningcorporatie een interessante vorm ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie door de aanwezigheid van een specifieke sectoraal element: het financieel toezichtkader van WSW en Autoriteit woningcorporaties, waarbij sectoraal de meest knellende financiële ratio de 'loan-to-value' op beleidswaarde is, terwijl de waardering in de jaarstukken boekhoudkundig op marktwaarde in verhuurde staat plaatsvindt. Bij een overname van vastgoed en leningen middels een activa/passiva transactie kan een woningcorporatie desgewenst 'sturen' op de beschikbare ruimte in enerzijds de financiële ratio's en anderzijds de invulling van de financieringsportefeuille en bijbehorende kasstromen. Deze ruimte verschilt per woningcorporatie en biedt derhalve meer flexibiliteit dan een traditionele vastgoedtransactie.

Ook een goede en transparante communicatie met de Autoriteit woningcorporaties en het WSW is van belang om te komen tot een succesvolle volkshuisvestelijke taakoverdracht middels een activa/passiva transactie. Voor het WSW is het van belang dat er bij de transactie niet (in)direct niet-DAEB bezit geborgd wordt gefinancierd door de overnemende woningcorporatie. Alleen DAEB bezit mag worden geborgd. Indien de volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie wordt overgenomen waarbij er tevens niet-DAEB wordt overgenomen is het technisch mogelijk dit op te lossen door als overnemende woningcorporatie tevens een deel van de door de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak verstrekte 'interne lening' over te nemen van de verkopende woningcorporatie. Er kan worden gesteld dat de Autoriteit woningcorporaties afgelopen jaar vanuit empirisch oogpunt een 'beleidslijn' heeft geïntroduceerd waar er bij het overnemen van een volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie ook een deel van de 'interne lening' mag worden overgedragen. Hierbij is het wel van belang dat bij een taakoverdracht de totale omvang van de 'interne lening' verstrekt vanuit de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak op sectoraal niveau op geen enkel moment nu, en in de toekomst toeneemt. De hoogte van de over te nemen interne lening dient daarnaast goed uitlegbaar te zijn door de betrokken woningcorporaties. Hierdoor kan een gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) worden overgenomen zonder dat er een externe commerciële financiering dient worden aangetrokken voor het niet-DAEB deel.

Indien er door de verschillende betrokken actoren een gezamenlijk belang wordt gedeeld doordat bijvoorbeeld een saneringscorporatie niet meer kan voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave binnen een gemeente, kan (of zelfs dient) het 'deficit' in 'volkshuisvestelijke' waarde cq. toekomstige kasstromen door faciliterende maatregelen te worden gecompenseerd om een transactie mogelijk te maken. Voordelen zijn hierbij te behalen op het gebied van vrijstelling in de overdrachtsbelasting, vrijstelling voor toekomstige sanerings- en/of verhuurderheffingen, en additionele afspraken met de gemeente waarbinnen het vastgoed wordt overgenomen. Juist het overnemen van de gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) binnen een gemeente maakt een transactie interessant.

Er zijn derhalve voldoende mogelijkheden om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie waarbij de sociale voorraad behouden blijft voor de woningcorporatiesector. Als er voldoende draagvlak is binnen de verschillende actoren zijn het diezelfde actoren die ieder vanuit een eigen perspectief een aanzienlijk bijdrage kunnen leveren bij de totstandkoming van het gezamenlijk volkshuisvestelijk belang.

Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Managementsamenvatting	3
Hoofdstuk 1 - Onderzoeksopzet	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling en afbakening.....	7
1.3 Doelstelling.....	8
1.4 Centrale vraag.....	8
1.5 Deelvragen.....	8
1.6 Relevantie onderzoek.....	9
1.7 Onderzoeksmethode en -model.....	9
1.8 Leeswijzer.....	10
Hoofdstuk 2 – Institutioneel kader	11
2.1 Herziene Woningwet 2015.....	11
2.1.1 Markttoets.....	11
2.1.2 Interne lening.....	12
2.2 Autoriteit woningcorporaties.....	12
2.3 Waarborgfonds voor Sociale Woningbouw.....	13
2.3.1 Verticaal Toezicht Aw/WSW.....	14
2.4 Gemeenten.....	15
2.5 Huurdersorganisaties.....	16
2.6 Ministerie van BZK.....	16
2.7 Sectorbanken BNG/NWB.....	17
2.8 Deelconclusie.....	17
Hoofdstuk 3 – Theoretisch kader	18
3.1 Financieringstheorie.....	18
3.1.1 Risico.....	18
3.1.2. Financieringsstrategie.....	20
3.1.3 Rente.....	22
3.1.4 Leningtype.....	23
3.1.5 Marktwaaarde versus nominale waarde leningen.....	23
3.1.6 Financiële continuïteit.....	24
3.2 Methodiek activa/passiva-transactie versus traditionele financiering vanuit de theorie.....	26
3.2.1 Interne lening.....	28
3.3 Deelconclusie.....	28
Hoofdstuk 4 – Methodologisch kader	30
4.1. Onderzoeksmethodiek.....	30
4.2 Onderzoeksontwerp.....	30
4.3 Interviewonderwerpen.....	31
4.4 Expertgroep.....	31
4.5 Proces empirisch onderzoek.....	32
4.5.1 Verloop ‘Delphi Expert Ronde’ (1e ronde).....	32
4.5.2 Verloop ‘Delphi Consensus Ronde’ (2e ronde).....	32

Hoofdstuk 5 – Empirie	33
5.1 <i>Introductie</i>	33
5.2 <i>Stellingen</i>	34
5.3 <i>Bevindingen vanuit de praktijkinterviews</i>	42
5.3.1 <i>Kleine woningcorporaties</i>	42
5.3.2 <i>Investerings in sociale- en middenhuur</i>	42
5.3.3 <i>Taakoverdracht tegen marktwaarde in verhuurde staat of beleidswaarde</i>	44
5.3.4 <i>Activa/passiva versus traditionele transactie</i>	45
5.4 <i>Methodiek activa/passiva transactie vanuit de praktijk</i>	46
5.4.1 <i>Overname interne lening</i>	47
5.4.2 <i>Faciliterende maatregelen</i>	47
5.5 <i>Deelconclusie</i>	48
Hoofdstuk 6 – Conclusies, aanbevelingen & reflectie	49
6.1 <i>Centrale vraag</i>	49
6.2 <i>Deelvragen</i>	50
6.3 <i>Aanbevelingen</i>	52
6.4 <i>Reflectie</i>	52
6.5 <i>Discussieparagraaf</i>	52
Bibliografie	53
Bijlage 1: e-mail aan deelnemers expertgroep (1^e ronde – ‘Delphi Expert Ronde’)	55
Bijlage 2: beschrijving expertgroep	56
Bijlage 3: uitwerking gespreksverslagen expertgroep (volgorde op datum)	57
Bijlage 4: e-mail aan deelnemers expertgroep (2^e ronde – ‘Delphi Consensus Ronde’)	69

Hoofdstuk 1 - Onderzoeksopzet

1.1 Aanleiding

In het verleden hebben zich binnen de woningcorporatiesector een aantal schandalen voorgedaan (Volkskrant, 2014), waarna de opzet en het functioneren middels een parlementaire enquête in kaart is gebracht. Mede naar aanleiding hiervan is er sinds 2015 een herziene Woningwet (incl. BTiV en RTiV) ingevoerd die de woningcorporatiesector zwaar heeft beperkt in handelingsvrijheid in het niet-DAEB (Dienst van Algemeen Economisch Belang) segment: de sector dient actief te zijn op het gebied van goede en betaalbare woningen voor mensen met een laag inkomen (DAEB segment). Inmiddels voldoen de meeste van de door de toezichthouder Autoriteit woningcorporaties (Aw) en sectorinstituut Waarborgfonds voor Sociale Woningbouw (WSW) onder verscherpt toezicht geplaatste woningcorporaties na alle schandalen weer aan de gestelde financiële ratio's, of zijn in de tussentijd gesaneerd of geliquideerd (Aedes, 2018). Een aantal corporaties, waaronder voorheen de grootste woningcorporatie van Nederland, Vestia, gaat echter nog steeds gebukt door handelingen uit het verleden. Vestia kan al bijna een decennium niet voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave en dient keuzes te maken op weg naar een financieel herstel, waaronder het verkopen van ruim 10.000 woningen in zes 'maatwerkgemeenten' (Pijnacker-Nootdorp, Westland, Barendrecht, Brielle, Zuidplas en Bergeijk) in Nederland (Vestia, 2019). De verkoop dient van het WSW tegen minimaal de marktwaarde in verhuurde staat plaats te vinden. Kopende partijen, woningcorporaties, vinden dit een te hoge prijs omdat deze verhuren tegen een lagere beleidshuur dan de markthuur (FD, 2019). Maar is deze vraagprijs wel of niet te hoog, en waarom? Wanneer er ook nog bestaande leningovereenkomsten met hoge rentepercentages in de transactie worden betrokken (ofwel: een activa/passiva transactie) wordt het een moeilijke 'business case'. Maar tegelijk is verkoop aan marktpartijen voor de woningcorporatiesector onwenselijk omdat er dan het risico wordt gelopen dat er (op termijn) sociale woningvoorraad zal verdwijnen, en dat terwijl de corporatiesector meer aan leefbaarheid in de kwetsbare wijken en buurten doet dan marktpartijen. Los van bovengenoemde zijn er naast een aantal grote woningcorporaties tevens een groot aantal kleine woningcorporaties. Door de toegenomen wet- en regelgeving wordt de roep om samenwerking en een consolidatieslag binnen de sector steeds groter (Aedes, 2020): zouden activa/passiva transacties hierbij een uitkomst kunnen zijn?

1.2 Probleemstelling en afbakening

De aanleiding maakt duidelijk dat het behouden van de sociale woningvoorraad binnen de woningcorporatiesector van groot belang is, maar dat de verkoop van vastgoed en bijbehorende leningen ervan aan een collega-corporatie lastig realiseerbaar is door verschillende 'conflict of interests'. Het 'krachtenveld' van zowel interne als externe belanghouders is hierbij in combinatie met stringente wet- en regelgeving complex. Het verkrijgen van inzicht in dit krachtenveld door middel van een "actoren / factoren analyse" brengt de verschillende belangen in beeld. Hoe kan je van een collega-corporatie vastgoed overnemen tegen een 'dure' marktwaarde in verhuurde staat en tegelijkertijd ook nog eens bestaande leningen met hoge rentepercentages overnemen terwijl de huidige renteyieldcurve momenteel nagenoeg nul is. Wat is voor woningcorporaties de meerwaarde van een activa/passiva transactie ten opzichte van een traditionele 'platte' activa-transactie: hoe ontwikkelen de financiële ratio's en kasstromen zich; In hoeverre is er sprake van een 'taakoverdracht' en heeft het zijn van een ANBI (Algemeen Nut Beoogde Instelling) voordelen?

Focus bij deze scriptie ligt op het 'passiva'-deel, waarbij de financiering en bijbehorende elementen op wettelijk gebied worden behandeld. Het activa-deel zal beperkt worden behandeld in deze scriptie. Uitgangspunt is dat de marktwaarde in verhuurde staat wordt bepaald door een onafhankelijke taxateur welke de waarde conform het handboek 'Marktwaardering' voor woningcorporaties' heeft bepaald. Ook een vergelijking van voor- en nadelen ten opzichte van een fusie met overname van personeel en overig werkkapitaal, etc. en kaders voor het toepassen van een 'due diligence' liggen niet binnen de scope van dit onderzoek.

1.3 Doelstelling

Het verkrijgen van inzicht in dit krachtenveld verklaart het gedrag van de verschillende actoren. Door daarnaast de factoren goed in kaart te hebben wordt bewustzijn, bekendheid en duidelijkheid in de probleemstelling gecreëerd over de (on)mogelijkheden van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector waardoor er volkshuisvestelijke en maatschappelijke meerwaarde voor de Nederlandse samenleving wordt gerealiseerd. Behoud van de sociale woningvoorraad is hierbij het hogere doel.



Figuur 1: krachtenveld woningcorporatie (Gerrichhauzen, 2012)

1.4 Centrale vraag

Bovengenoemde leidt tot de volgende centrale vraag:

Hoe kan binnen de woningcorporatiesector worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft?

1.5 Deelvragen

Naast de centrale vraag zijn een aantal deelvragen opgesteld ter ondersteuning van de beantwoording van de centrale vraag:

1) Wat zijn vanuit de theorie de succes(f)actoren om te komen tot een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector?

- Hoe werkt een krachtenveld van een woningcorporatie in theorie?
- Waarom heeft de herziene woningwet een grote impact op de uitvoering van werkzaamheden van een woningcorporatie?

2) Welke (f)actoren spelen in de praktijk een belangrijke rol om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector?

- Wie zijn deze actoren en wat zijn de belangen en afwegingen van deze partijen?
- Wat zijn de factoren en spelen deze een belangrijke rol, en hoe werkt dat in praktijk?

3) Hoe krijg je de verschillende stakeholders met de verschillende belangen bij elkaar in samenhang met het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang?

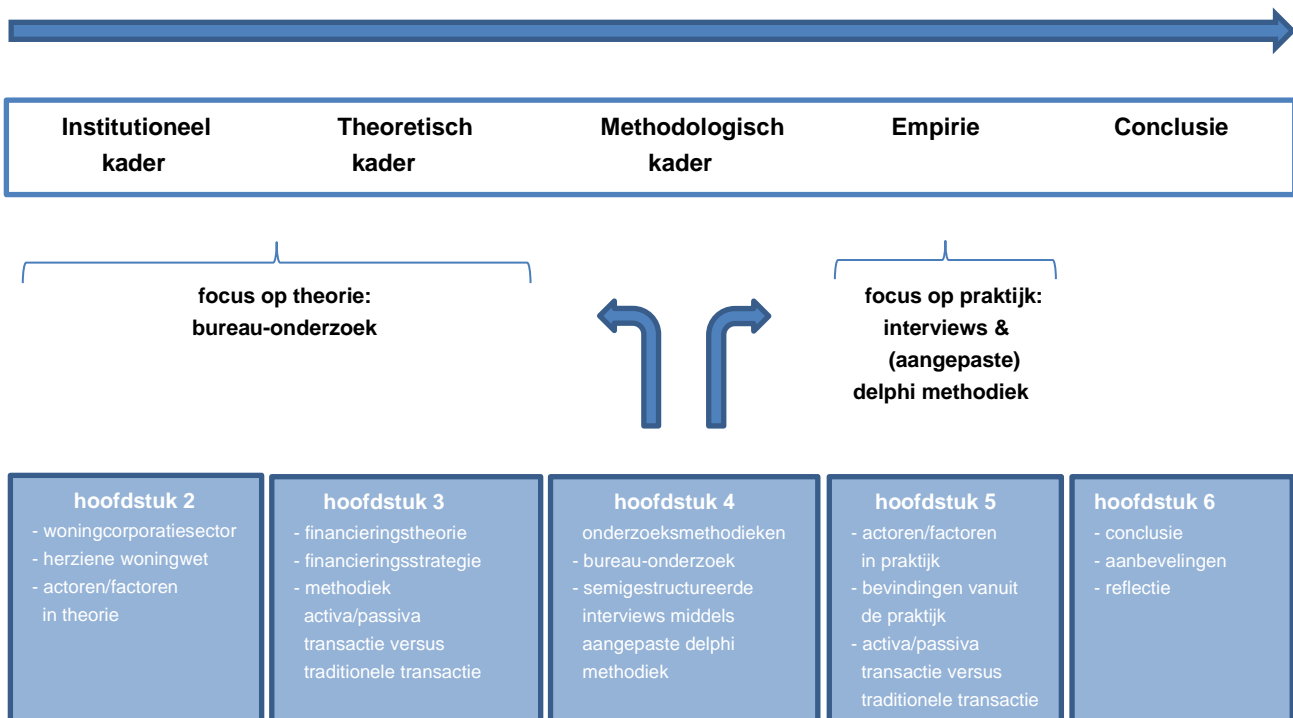
- Wat is het gezamenlijke (volkshuisvestelijke) belang, en hoe krijg je oplossingsrichtingen inzichtelijk?
- Waarom is het behoud van de sociale voorraad belangrijk, en daardoor het slagen van een activa/passiva transactie?

1.6 Relevantie onderzoek

Het onderzoek moet inzicht en aanbevelingen geven aan woningcorporaties over hoe er kan worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad niet verloren gaat aan marktpartijen. Er wordt vaak gesproken dat de verkoopprijs (marktwaarde in verhuurde staat) te hoog is omdat woningcorporaties woningen niet tegen markthuren verhuren. Juist door de woningen in combinatie met reeds bestaande leningen over te nemen 'lekt' er geen geld weg uit de woningcorporatiesector. Echter, ook het overnemen van hoogrentende leningen lijkt onaantrekkelijk, maar hoeft dit wellicht op de lange termijn niet te zijn.

1.7 Onderzoeksmethode en -model

Het onderzoek heeft een verkennend en exploratief karakter. Het doel is om inzicht te krijgen in het speelveld waarin een woningcorporatie acteert, om vanuit die hoedanigheid problemen en oplossingen in kaart te brengen die een rol spelen om te komen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft voor de woningcorporatiesector, en er geen middelen 'weglekken' uit deze sector. Over de woningcorporatiesector is reeds veel bekend, echter over een activa/passiva transactie is weinig literatuur bekend. Om deze reden is het interviewen van experts een belangrijk element van deze scriptie. De te interviewen personen zijn vanuit verschillende perspectieven (toezichhoudend, uitvoerend, adviserend, etc.) bekend met de woningcorporatiesector. De focus ligt, mede door het verkennen karakter, op kwalitatieve methodieken. Ook zal er vanuit het perspectief van verschillende actoren en factoren worden gekeken naar verschillende belangen, en dat deze belangen dienen te voldoen aan allerlei wettelijke kaders. Wat zijn deze kaders? Vanuit de theorie zal worden gekeken wanneer een activa/passiva transactie in praktijk aantrekkelijker is dan een 'platte' activa-transactie. Hierbij is het gezamenlijk beoordelingskader (Aw/WSW, 2018) een belangrijk element.



Figuur 2: onderzoeksmethodiek

1.8 Leeswijzer

De scriptie zal starten met een institutioneel kader cq. inleiding (hoofdstuk 2). In dit hoofdstuk zal worden ingegaan op de achtergrond en werking van het krachtenveld van de woningcorporatiesector en de aanwezige actoren en factoren, alsmede het belang van het behoud van de sociale woningvoorraad. Vervolgens zal vanuit het theoretisch kader (hoofdstuk 3) worden ingegaan op de financieringstheorie- en strategie alsmede de werking van een activa/passiva transactie. In hoofdstuk 4 staat de gehanteerde onderzoeksmethodologie centraal. In hoofdstuk 5 zal empirisch worden gekeken hoe een activa/passiva transactie kan worden vormgegeven, en op welke elementen de focus dient te liggen. In hoofdstuk 6 zullen conclusies worden getrokken, en op basis van analyse middels toetsing van theorie aan praktijk antwoord worden gegeven aan de deelvragen en centrale vraag. Ook zullen er aanbevelingen worden gedaan, en een reflectie plaatsvinden.

Hoofdstuk 2 – Institutioneel kader

In dit hoofdstuk zal kort worden stilgestaan bij het institutioneel kader van de woningcorporatiesector; wie zijn de voornaamste actoren, en welke factoren spelen een belangrijke rol? Wat zijn de kernpunten van de herziene woningwet die in 2015 in werking is getreden. Er zal worden ingegaan op de administratieve scheiding van de DAEB en niet-DAEB activiteiten van de woningcorporatie cq. Toegelaten Instelling. De invoering van een markttoets voor niet-DAEB activiteiten en de administratieve verstrekking van een interne lening zijn belangrijke elementen, evenals de wijze van toezicht houden door de Autoriteit woningcorporaties en het WSW. Ook is de rol van de gemeente en de huurdersvereniging belangrijker geworden. Alles in ogenschouw nemend geeft het een goede inkijk in een aantal actoren die betrokken zijn bij een mogelijke totstandkoming van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft.

2.1 Herziene Woningwet 2015

Op 1 juli 2015 is de herziene woningwet in werking getreden. In deze wet staat aangegeven wat wel (DAEB activiteiten) en niet (niet-DAEB activiteiten) behoort tot de kerntaak van een woningcorporatie. Door verschillende misstanden uit het verleden worden corporaties zeer beperkt in het uitvoeren van niet-DAEB activiteiten. Op een aantal na, hebben alle woningcorporaties op 1 januari 2017 hun boekhouding administratief gescheiden in een DAEB-tak en een niet-DAEB-tak. Er is op dat moment eenmalig een interne lening verstrekt van de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak van de woningcorporatie om de levensvatbaarheid van beide takken te garanderen naar de toekomst toe.

“De invoering van de, flink herziene, Woningwet 2015 markeert de maatschappelijke consensus over het domein van de volkshuisvesting. De wet creëert duidelijkheid op de woningmarkt door heldere spelregels voor sociale huur. De kerntaak van woningcorporaties is en blijft zorgen dat mensen met een laag inkomen goed en betaalbaar kunnen wonen. De wet waarborgt de kwaliteit van de sociale huisvesting, beperkt de financiële risico's en regelt een passende toewijzing van sociale huurwoningen aan de doelgroep. Huurders, gemeenten, woningcorporaties en het Rijk dragen daar alle aan bij, ieder vanuit hun eigen rol. Er komt een Autoriteit Woningcorporaties, die volkshuisvestelijk en financieel toezicht houdt op de sector en die sancties kan opleggen. Woningcorporaties, gemeenten en huurders maken samen prestatieafspraken over de lokale woonopgave ... Een woningcorporatie mag alleen een niet-DAEB activiteit uitvoeren nadat is gebleken dat marktpartijen geen interesse hebben. De gemeente voert deze markttoets uit en kan vervolgens de woningcorporatie vragen de activiteit uit te voeren... Daarnaast beoordeelt het Waarborgfonds Sociale Woningbouw of de niet-DAEB activiteit niet een te zware financiële wissel trekt op de DAEB activiteiten. De toezichthouder kan ingrijpen en zijn goedkeuring onthouden wanneer de markttoets niet juist is uitgevoerd of wanneer de niet-DAEB activiteit financieel te riskant zijn voor de woningcorporatie.”

(Rijksoverheid, De Woningwet 2015 in vogelvlucht, 2015)

De vraag kan worden gesteld of, ruim vijf jaar na invoering van de herziene woningwet, de wetgever in deze volkshuisvestelijke opzet geslaagd is. De herziene woningwet 2015 is inmiddels geëvalueerd, en een aantal keer aangepast. Van der Kuilen (2017) geeft ook aan dat de herziene woningwet zeer ingewikkeld is en veel verwijzingen kent. De druk op betaalbare woningen voor de sociale doelgroep is evenmin groot. Uit de praktijk zijn er afgelopen jaren voldoende casussen voorhanden waaruit blijkt dat woningcorporaties activiteiten niet meer mochten / wilden uitvoeren omdat dit niet meer tot hun kerntaak behoorden, en de markt deze niet heeft opgepakt. Het betreft hierbij met name woningen in het 'middenhuur segment', huurwoningen met een maandelijkse huurprijs tussen de liberalisatiegrens en circa € 1.000,-.

2.1.1 Markttoets

In 2019 heeft de minister dan ook gepleit voor een vereenvoudiging van de in de woningwet verankerde markttoets (artikel 44c Woningwet) waarbij de woningcorporaties bij voorgenomen investeringen in het niet-DAEB 'middenhuur' segment deze eerst aan marktpartijen dienen voor te leggen (Aedes, 2019). In het najaar van 2020 is bekend geworden dat vanaf 2021 de markttoets voor woningcorporaties voor het starten van niet-DAEB activiteiten voor een aantal jaar wordt 'bevroren'. Binnen de wetenschap zijn de meningen over het oppakken van middenhuur door woningcorporaties verdeeld. Zo is Conijn sceptisch over de taakopvatting van corporaties in het middensegment. Van de opdeling van de woningcorporatiesector in twee scholen (middenhuur of niet) is hij tegenstander. Conijn vindt dat het afleidt van de zware volkshuisvestelijke opgave waar de woningcorporaties

momenteel voor staan. Het is 'nice to have'. De kerntaak van de corporatie is volgens hem woonruimte aanbieden aan de laagste inkomens. Daar komt de duurzaamheidsopgave bij. En staat de betaalbaarheid voor de primaire doelgroep steeds meer onder druk. Conijn is van mening dat woningcorporaties nu al onvoldoende vermogen hebben om hun kerntaken uit te voeren. Boelhouwer heeft een andere kijk hierop. Hij benoemt het probleem dat beleggers in de steden voor met name gezinnen nauwelijks betaalbare middenhuur woningen opleveren. Tegen die achtergrond vindt hij het legitiem dat corporaties dan wel in dat segment actief worden. Ook geeft Boelhouwer aan dat veel corporaties als missie hanteren dat ze opkomen voor huishoudens die niet zelfredzaam zijn, in de steden horen daar volgens hem ook de middeninkomens bij. Hij is dus voor een bredere taakopvatting (Stadzaken, 2019). De rol opvatting van woningcorporatie en of niet-DAEB wel of niet tot de kerntaak en volkshuisvestelijke opgave behoren is derhalve onderwerp voor een brede dialoog. Mijn persoonlijke opvatting is dat afgelopen jaren de woningmarkt aanzienlijk is veranderd. Er is schaarste in beschikbaarheid en betaalbaarheid, zowel in het sociale als middenhuur segment. De woningwet is derhalve al een aantal keer aangepast afgelopen jaren, maar het is evident dat de woningcorporatiesector een rol heeft in het oppakken van middenhuur. Maar ook is de wetgever niet altijd even duidelijk wat betreft de administratieve scheiding van de DAEB en niet-DAEB activiteiten. De praktijk heeft laten zien dat sommige onderwerpen niet benoemd staan in de wet, zoals hoe om te gaan met de interne lening. Dit heeft ertoe geleid dat toezichthouder Autoriteit woningcorporaties met aanvullende richtlijnen is gekomen (Aw, 2019).

2.1.2 Interne lening

Bij een administratieve scheiding conform de herziene Woningwet rekent de woningcorporatie al haar baten, lasten, activa en passiva administratief toe aan een DAEB-tak en een niet-DAEB-tak. Alle WSW geborgde leningen (leningen waarvoor Rijk en gemeenten garant staan) zijn hierbij conform een 'scheidingsplan' per 1 januari 2017 toegerekend aan de DAEB-tak. Zowel DAEB-tak als niet-DAEB-tak dienen levensvatbaar en financieerbaar te zijn. Om dat te bereiken heeft de DAEB-tak per genoemde datum een interne startlening aan de niet-DAEB-tak verstrekt. Bij de voorstellen die corporaties moesten doen in het kader van de administratieve scheiding vormden de modaliteiten (omvang, aflossingsschema en rentepercentage) van de interne lening aan de niet-DAEB-tak binnen een woningcorporatie een belangrijk onderdeel. Voor wat betreft de duur en het aflossingsschema gold de geborgde WSW leningenportefeuille op 1 januari 2017 als startpunt voor veel woningcorporaties. Maar ook een annuïtaire of lineaire aflossing over een vastgestelde looptijd behoorde tot de mogelijkheden. Maximaal moest het voorstel van de corporaties qua looptijd en aflossing gelijk zijn aan de condities van deze geborgde portefeuille. Een voorstel met een kortere looptijd en dus een snellere aflossing was eveneens mogelijk (Aw, 2019). De interne lening is eenmalig verstrekt en in beginsel kunnen geen additionele leningen worden afgesloten tussen de DAEB-tak en niet-DAEB-tak. De mogelijkheid bestaat om aflossingen te bundelen over een 5-jaars periode. Eind 2021 is het einde van de eerste 5-jaars periode. Het wordt interessant om te zien hoe corporaties hiermee omgaan indien er onvoldoende liquiditeiten in de niet-DAEB tak aanwezig zijn: zullen er in 2021 1) (tijdelijk) meer commerciële financieringen worden aangetrokken; 2) meer niet-DAEB vastgoed worden verkocht en/of 3) bestaat er de mogelijkheid om een tijdelijke 'administratieve roodstand' op 31 december 2021 in de liquide middelen aan te gaan in de niet-DAEB-tak om de interne lening af te lossen, alvorens er in 2022 een nieuwe 5-jaars bundelingsperiode van start gaat. Een interessant ijkpunt hoe de Autoriteit woningcorporaties (zie paragraaf 2.2) hiermee om zal gaan. Het ligt in de lijn der verwachting dat er in de toekomst meer invulling zal worden gegeven aan niet-DAEB investeringen door de woningcorporatiesector gezien de enorme druk om de woningmarkt, waarbij ook de juiste mix tussen sociale huur, vrije sector huur en koopwoningen gewenst is om kwetsbare wijken in grote steden niet af te laten glijden. Juist bij middenhuur en dure vrije sector woningen in de kwetsbare wijken is vraag van marktpartijen niet altijd aanwezig. Het aantrekken van commerciële financieringen door woningcorporaties is dan noodzakelijk indien deze toch hieraan invulling wil geven.

2.2 Autoriteit woningcorporaties

De Autoriteit woningcorporaties (Aw) ziet er op toe dat woningcorporaties zich concentreren op hun kerntaak: zorgen dat mensen met een laag inkomen goed en betaalbaar kunnen wonen. De Aw houdt toezicht op het gedrag van woningcorporaties en op hun financiële beheer. Dit houdt in zowel financieel toezicht als toezicht op de integriteit en de prestaties van de corporaties. Als de gegevens niet op tijd of niet voldoende zijn ingevuld, kan

de Aw een handhavingsmaatregel opleggen. Verder brengt de Aw regelmatig aan iedere corporatie een toezichtbrief uit. De Aw monitort, in gesprek met onder andere het bestuur en de Raad van Commissarissen (RvC) van een woningcorporatie, de realisatie van eerdere afspraken. Signalen die duiden op verhoogde risico's bij woningcorporaties kunnen leiden tot verscherpt toezicht (Klouwen, 2020). De Aw is onafhankelijk van de corporaties en de politiek. De autoriteit kan zelf onderzoeken starten en rapporten openbaar maken. Ook mag ze zelfstandig ingrijpen bij corporaties, bijvoorbeeld bij vermoedens van fraude of zelfverrijking (Rijksoverheid). De Aw houdt toezicht op de prognose en verantwoordingsgegevens. Voorbeelden van die signalen zijn: zorgen over de interactie tussen de RvC en het bestuur; niet voldoen aan de financiële ratio's uit het gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW; constatering uit een governance-inspectie. Bij verscherpt toezicht verplicht de Aw de woningcorporatie tot het maken en uitvoeren van een herstelplan.

2.3 Waarborgfonds voor Sociale Woningbouw

Woningcorporaties trekken voornamelijk leningen aan voor de financiering van sociale huurwoningen en hun maatschappelijke taken. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) borgt in Nederland leningen van financiers aan woningcorporaties die deelnemer zijn van het WSW. Door borg (garant) te staan voor de rente- en aflossingsverplichtingen van corporaties, zorgt het WSW dat corporaties tegen optimale voorwaarden toegang hebben tot de kapitaalmarkt. Door de achtervangpositie van gemeenten en het Rijk wordt de borging beschouwd als staatssteun. Daarom is borging alleen mogelijk voor de financiering van DAEB activiteiten. In concreto is er sprake van een borgstelsel (zie kader). Het WSW beoordeelt en beheerst daarnaast de risico's van woningcorporaties en van de sector als geheel (WSW, 2020). Tezamen met de Autoriteit woningcorporaties heeft het WSW de afgelopen jaren gewerkt aan een gezamenlijk beoordelingskader om vorm te geven aan het Verticaal Toezicht op de woningcorporatiesector.

Werking 'borgstelsel'

Voor woningcorporaties (toegelaten instellingen) is het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) een onderlinge waarborgmaatschappij met borgstelsel. WSW verstrekt borging op leningen aan corporaties. Dat betekent dat WSW de betalingsverplichtingen (rente en aflossing) van de lening overnemen, mocht de corporatie daar zelf niet meer aan kunnen voldoen. Door borg te staan voor leningen kunnen woningcorporaties goedkoper leningen aantrekken. Het WSW helpt corporaties zo bij hun kernactiviteit: het bouwen en onderhouden van sociale huurwoningen.

Om te voorkomen dat WSW een aanspraak krijgt op zijn borgstelling, kent het 'borgstelsel' verschillende buffers en vangnetten:

- *De deelnemende corporatie heeft zelf een vermogensbuffer en kasstroom.*
- *WSW's risicovermogen is vervolgens de eerste buffer om aanspraken op de borg op te vangen. Deze reserve kan zo nodig worden aangevuld door het onderpand van de noodlijdende corporatie te gelde te maken.*
- *De tweede buffer is de onderlinge waarborg van corporaties (het obligo). Corporaties voldoen op eerste verzoek 3,85% van hun geborgde schuldrestant aan WSW.*
- *Ten slotte heeft WSW met het Rijk en de gemeenten (de 'achtervangers') de afspraak dat, indien nodig, men kan beschikken over renteloze leningen. Dit wordt ook wel de 'tertiaire achtervang' genoemd.*

De achtervang van de gemeenten (50%) en het Rijk (50%) is het sluitstuk van de zekerheidsstructuur binnen het borgstelsel. Pas als WSW niet aan de betaalverplichtingen (uit de overige buffers) kan voldoen, verstrekken de gemeenten en het Rijk renteloze leningen aan WSW.

Daarbij gelden de volgende afspraken:

- *het Rijk verstrekt in alle gevallen de helft (= 50%) van de renteloze leningen;*
- *de schadegemeenten verstrekken samen een kwart (= 25%) van de renteloze leningen. De schadegemeenten zijn de gemeenten die vermeld staan in de leningen waarvan WSW de betaalverplichtingen overnam;*
- *alle gemeenten die achtervanger zijn van WSW (met inbegrip van de schadegemeenten) verstrekken samen het resterende kwart (= 25%) van de renteloze leningen.*

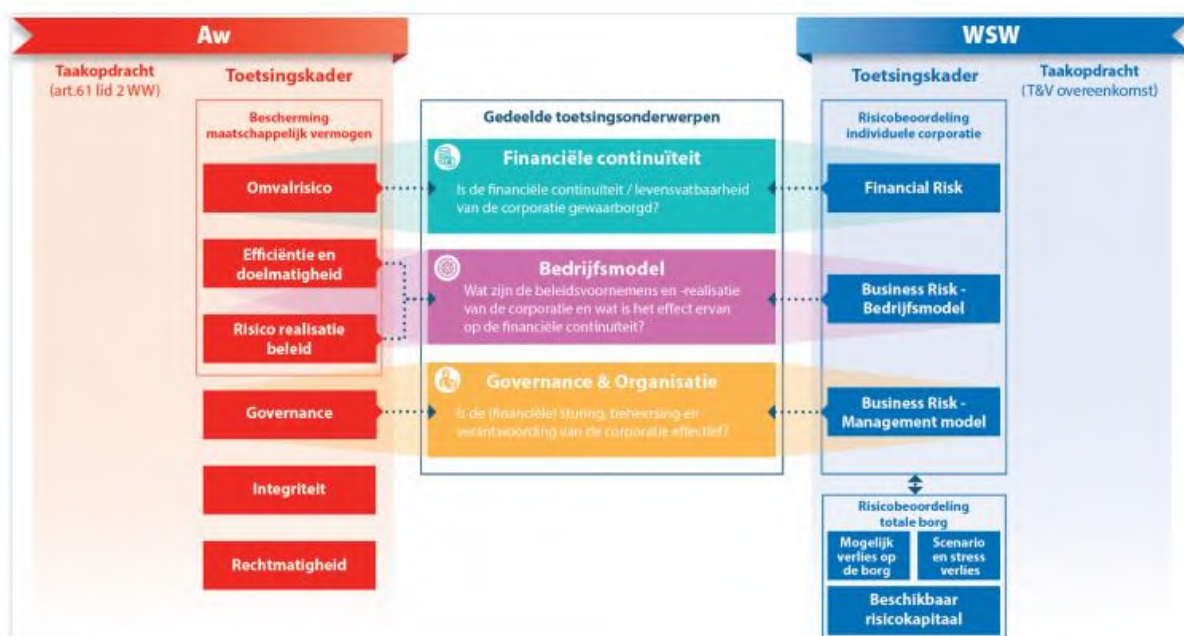
Het risico dat achtervanggemeenten renteloze leningen moeten verstrekken als de andere buffers onvoldoende zijn, is klein. Dit kan worden geconcludeerd op basis van risicomodellen en stresstesten.

Bron: WSW, 2020

Het WSW beoordeelt en beheert de risico's van de deelnemende corporaties en het borgstelsel als geheel. Voor risicobeheersing van corporaties maakt het WSW gebruik van het risicobeoordelingsmodel. Dit bepaalt de risicoklasse van een corporatie en is maatgevend voor hoeveel een corporatie kan lenen (geborgd). Het WSW hanteert voor het risicobeoordelingsmodel vier financiële ratio's en stelt 24 vragen over bedrijfsrisico's, zoals die beschreven zijn in het gezamenlijk beoordelingskader van de Aw en het WSW. Beide elementen tellen even zwaar (Klouwen, 2020). De robuustheid van het borgstelsel is afgelopen jaren op de proef gesteld door verschillende saneringsoperaties bij verschillende woningcorporaties. Dit heeft er mede toe geleid dat WSW middels een Strategisch Programma momenteel onderzoekt hoe het borgstelsel ook in de toekomst ervoor kan zorgen dat er voldoende robuustheid blijft.

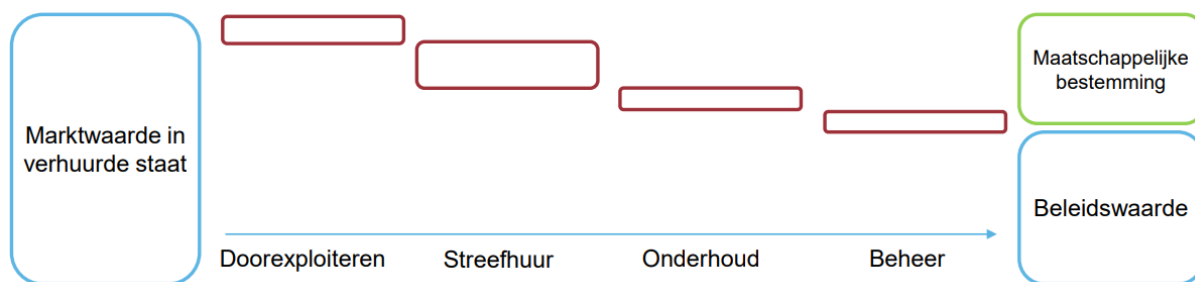
2.3.1 Verticaal Toezicht Aw/WSW

Het toezichtkader van Aw en WSW bevat verschillende elementen, waarbij bescherming van maatschappelijk vermogen en risicobeoordeling belangrijke elementen zijn. In 2019 is het 'Gezamenlijk beoordelingskader' gepubliceerd en geeft duidelijkheid over drie gedeelde beoordelingsonderwerpen: 1) Financiële continuïteit; 2) Bedrijfsmodel en 3) Governance & Organisatie. In figuur 3 is dit visueel weergegeven.



Figuur 3: taken, toetsingskader en gedeelde beoordelingsonderwerpen Aw/WSW (Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW).

In de context van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector is de financiële continuïteit een belangrijk element. Hoe kan er maatschappelijk vermogen worden beschermd en de financiële risico's worden beperkt. Hierbij is het van belang om te kijken op welke elementen de financiële continuïteit wordt getoetst. Het gezamenlijk beoordelingskader maakt hierbij gebruik van twee waardebegrippen; de beleidswaarde en marktwaarde in verhuurde staat. Corporaties zijn verplicht in de jaarrekening op marktwaarde te rapporteren. Het weerspiegelt de waarde van het corporatiebezit in 'de markt' en geeft daarmee inzicht in de waarde (als onderpand) van het bezit. Alleen marktwaarde in verhuurde staat is echter niet toereikend in het beoordelingskader van Aw/WSW. Daarom wordt als aanvulling op de marktwaarde ook de beleidswaarde gehanteerd. Een waarde die rekening houdt met het eigen beleid van woningcorporaties. Corporaties realiseren doorgaans niet de marktconforme kasstromen, en daarmee waarde, die de marktwaarde weerspiegelt. Een deel van de marktwaarde wordt niet gerealiseerd omdat corporaties hun vastgoed aanwenden als middel voor sociale huisvesting. Zo zijn ten behoeve van de sociale doelgroep doorgaans (streef)huren lager en kosten van onderhoud en beheer mogelijk hoger. Dit resulteert vanuit corporatie perspectief in een lagere netto kasstroom en daarmee een lagere waarde voor het vastgoedbezit (Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW).



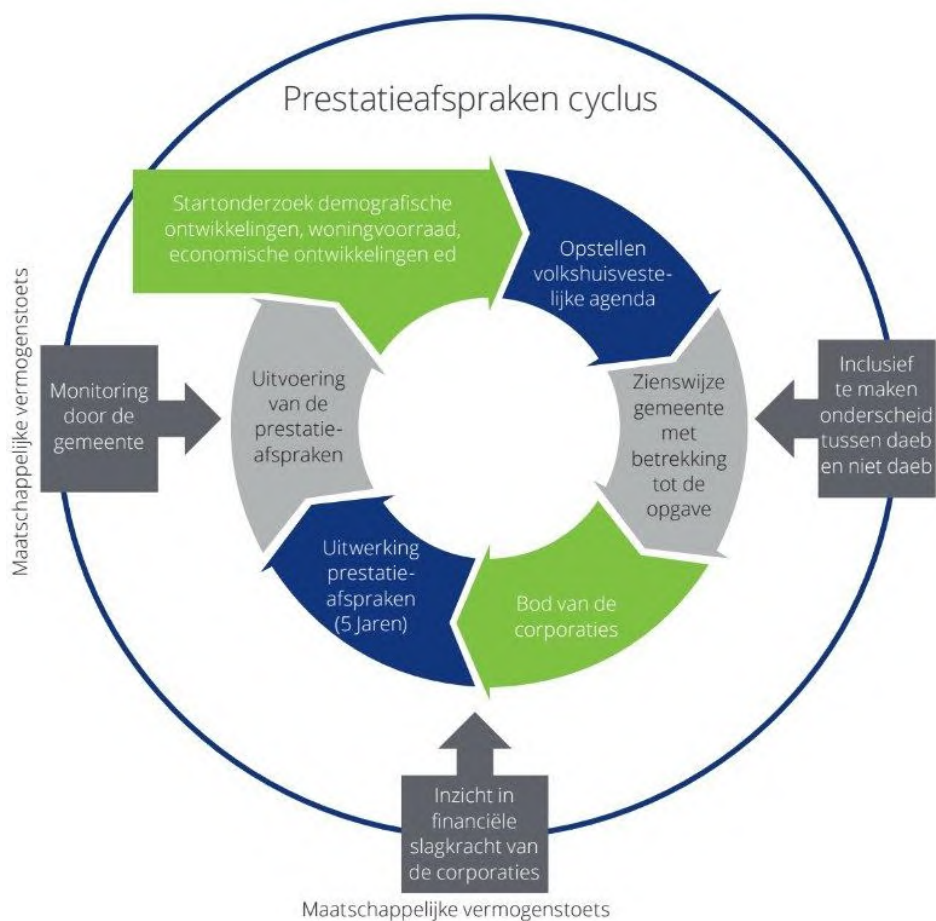
Figuur 4: van marktwaarde naar beleidswaarde (Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW)

In het voorjaar van 2020 hebben de Aw en het WSW als sluitstuk van het verticaal toezicht in navolging op het gezamenlijk toezichtkader en de introductie van de beleidswaarde een aantal (nieuwe) financiële ratio's en grenswaarden geïntroduceerd (zie paragraaf 3.1.6) om het risicoraamwerk van de corporatiesector te versterken.

2.4 Gemeenten

In de herziene woningwet is vastgelegd dat woningcorporaties periodiek met gemeenten en huurdersorganisatie afspraken maken over prestaties ('prestatieafspraken') die ze gaan leveren. Deze afspraken hebben betrekking op onder andere nieuwbouw van sociale huurwoningen, betaalbaarheid van de woningen, huisvesting van bepaalde doelgroepen & kwaliteit en duurzaamheid van woningen. Een woningcorporatie draagt hierdoor naar alle redelijkheid bij aan de uitvoering van het gemeentelijk volkshuisvestelijk beleid. Veelal heeft een gemeente dat vertaald in een beleidsplan cq. 'woonvisie'. Indien een woningcorporatie na overleg met gemeente niet kan komen tot prestatieafspraken kunnen de gemeente, de corporatie en/of de huurdersorganisaties een geschil voorleggen aan de minister. De minister doet in dat geval een bindende uitspraak. Indien er geen 'woonvisie' is opgesteld, vervalt deze mogelijkheid voor de gemeente. Een woningcorporatie en gemeente hebben dus een bepaalde mate van afhankelijkheid van elkaar. Beiden hebben belang bij een goede invulling van de volkshuisvestelijke opgave, waarbij kwetsbare wijken en buurten aandacht krijgen om zo de leefbaarheid te verbeteren. Een goede balans tussen sociale huur, midden- en dure huur alsmede koopwoningen is hierbij van belang. Juist op het gebied van sociale- en middeldure huur is in een groot aantal woningmarktregio's in Nederland een aanzienlijk tekort (Platform31, 2020). Indien een woningcorporatie voornemens is een niet-DAEB activiteit op te starten diende er (t/m 2020) door de gemeente eerst een markttoets te worden uitgezet of er vanuit de markt interesse was. Deze 'marktverkenning' is in 2021 tijdelijk buiten werking gesteld. In praktijk heeft de markttoets afgelopen jaren tot additionele complexiteit geleid indien gemeente en woningcorporatie niet op een lijn zaten, ondanks de gemaakte prestatieafspraken.

Daarnaast heeft de gemeente een 'tertiaire achtervangpositie' voor de WSW borgbare leningen die een woningcorporatie afsluit. Indien deze positie niet wordt ingenomen door een gemeente, kan de woningcorporatie geen uitvoering geven aan (her)financieringsactiviteiten op basis van een WSW geborgde lening, en dient er een duurdere commerciële financiering te worden aangetrokken. Een woningcorporatie zal in dat geval een afweging maken of het financieel nog wel rendabel genoeg is om te investeren in deze gemeente. De verwevenheid en afhankelijkheid tussen de woningcorporatie en een gemeente is derhalve sterk aanwezig.



Figuur 5: cyclus Prestatieafspraken gemeente (Deloitte, 2016)

2.5 Huurdersorganisaties

Sinds de herziene woningwet van kracht is, hebben huurdersorganisaties een grotere rol gekregen. De huurdersorganisatie is sindsdien een volwaardige gesprekspartner in de prestatieafspraken met gemeenten en corporaties over het lokale woonbeleid (Aedes, 2016). De belangrijkste taken van een huurdersorganisatie zijn:

- Het behartigen van de belangen van huurders in het overleg met de corporatie;
- Het vertegenwoordigen van het huurdersbelang bij het opstellen van prestatieafspraken in de driehoek gemeente, huurdersorganisatie en corporatie;
- Het gevraagd en ongevraagd adviseren van de corporatie op beleidsniveau;
- Het raadplegen en mobiliseren van de achterban;
- Het ondersteunen van bewonerscommissies die op complexniveau actief zijn.

Huurdersorganisaties en bewonerscommissies hebben informatierecht, overlegrecht, adviesrecht en agenderingsrecht. Concreet houdt dit in dat bij besluiten die de woningcorporatie voornemens is te nemen welke consequenties heeft voor huurders er overleg dient plaats te vinden met de huurdersorganisatie.

2.6 Ministerie van BZK

In tegenstelling tot minister Blok ten tijde van het Kabinet Rutte II (2012-2017) is er in het Kabinet Rutte III geen aparte minister voor Wonen. De minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijkszaken (BZK) is verantwoordelijk voor het woonbeleid. Hieronder vallen tevens woongerelateerde taken zoals de huurcommissie, ruimtelijke ontwikkeling, de Omgevingswet, de Crisis- en Herstelwet en de Wet Ruimtelijke ordening. Waar Blok ten tijde van de financiële crisis de woningwet liet herzien waardoor woningcorporaties na een aantal schandalen verplicht

werden zich te focussen op hun sociale kerntaken en de verhuurdersheffing liet invoeren heeft dat in praktijk geleid tot een terugname in het aantal investeringen door diezelfde woningcorporaties. Na de crisis heeft dit geleid tot een schaarste aan (betaalbare) woningen. In een aantal woonregio's heeft de huidige minister van BZK, Ollongren, reeds 6 woondeals gesloten. Deze woondeals bestaan uit meerdere onderdelen met eigen afspraken. Een hiervan is de aanpak van knelpunten bij de versnelling van de woningbouw. Hieronder vallen een aantal concrete versnellingslocaties die bijdragen aan de bouwopgave in de regio. De woondeals bevatten verder afspraken over de (regionale) behoefte aan plancapaciteit en over gerichte acties op de aanpak van de gevolgen van de krapte (Rijksoverheid, 2020). Inmiddels heeft ook het kabinet erkent dat er sprake is van woningnood en er is maatschappelijke druk ontstaan om na de 2^e Kamerverkiezingen in maart 2021 weer een aparte minister voor Wonen te benoemen (NOS, 2020). Deze roep wordt verstrekt doordat uit recent onderzoek is gebleken dat de opgaven voor de woningcorporatiesector groter zijn dan de beschikbare middelen (BZK, 2020).

2.7 Sectorbanken BNG/NWB

De Nederlandse bankensector kent een grote mate van concentratie. Zo wordt de markt gedomineerd door slechts 5 banken: ING-Bank, Rabobank, ABN-AMRO Bank, BNG Bank en de NWB Bank. Woningcorporaties doen veelal aan bedrijfsfinanciering. Het (her)financieren van deze leningen vindt grotendeels geborgd plaats bij de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschaps Bank (NWB). De aandeelhouders van deze banken zijn publiekrechtelijke rechtspersonen: de rijksoverheid, waterschappen en gemeenten. Deze bancaire instellingen zijn gericht op het financieren van semipublieke instellingen zoals woningcorporaties en zorginstellingen. Mede door de Triple A status van de kredietbeoordelaars Standard & Poor's (S&P), Moody's en Fitch zijn de tarieven veelal scherper dan andere marktpartijen. Het maken van winst is geen doel op zich, er is een publiek belang dat de semipublieke instellingen te aller tijde financiering kunnen aantrekken om hun maatschappelijke taak optimaal te benutten. De door het WSW geborgde leningen bieden de financier een gunstige risico-rendementsverhouding. Het is een aantrekkelijk alternatief voor staatsleningen met een vergelijkbaar risicoprofiel. De garantie van de WSW-borgstelling voor de 'dienst der lening' maakt geborgde leningen een ideale belegging voor pensioenfondsen en lange termijn beleggers. Bovendien zijn WSW geborgde leningen voor banken solvabiliteitsvrij.

2.8 Deelconclusie

Een 1^e inkijk in het speelveld en mogelijkheden waarbinnen een woningcorporatie binnen de kaders van de herziene woningwet dient te acteren is complex. De aan- en/of verkoop van vastgoed of het toewijzen van huurwoningen aan potentiële huurders is in de meeste gevallen aan wetgeving onderhevig. Het lijkt erop dat de woningcorporatiesector verstrikt zit in wet- en regelgeving. Dit maakt complexe vastgoedtransacties, waaronder een activa/passiva transactie, tot een langdurig traject waarbij de volkshuisvestelijke noodzaak en meerwaarde duidelijk aanwezig dient te zijn. De Aw beoordeeld woningcorporaties op naleving van de herziene woningwet. De doorontwikkeling van het toezicht door de Autoriteit woningcorporaties op het gebied van het volkshuisvestelijk belang is punt van aandacht. Door de herziene woningwet kan door de woningcorporatiesector niet altijd invulling worden gegeven aan de roep vanuit de maatschappij. De woningwet is dan ook sinds de invoering in 2015 inmiddels, al dan niet tijdelijk, op een aantal onderdelen, zoals de markttoets voor het opstarten van niet-DAEB activiteiten, versoepeld.

Kijkend vanuit het perspectief van een 'neoklassieke' versus 'institutionele' economische benadering neigt de woningcorporatiesector meer naar de institutionele economie. Bij de neoklassieke economie wordt winstmaximalisatie nagestreefd. Door marktwerking vindt prijs optimalisatie plaats door een balans tussen vraag en aanbod. Woningcorporaties doen meer voor de maatschappij, leefbaarheid in de kwetsbare wijken en buurten van grote steden, en vragen daarnaast een lagere huur aan kwetsbare doelgroepen voor woningen dan marktpartijen. Beslissingen en keuzes zijn derhalve niet altijd strikt rationeel vanuit de neoklassieke theorie. Mede door elementen zoals staatsteun in de vorm van grondkostensubsidies, sanerings- & projectsteun en borging van leningen onder een garantiestelsel kan worden gesteld dat de woningcorporatiesector meer in lijn is met de institutionele economie.

Hoofdstuk 3 – Theoretisch kader

Om inzicht te krijgen hoe een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatie kan worden behaald, is het van belang om inzicht te krijgen in de marktwaarde van het vastgoed en de leningen. Focus van dit onderzoek ligt op de 'passiva' kant van de transactie. De marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoed is afgeleid van de leegwaarde, en wordt methodologisch via het 'handboek Marktwaardering' voor woningcorporaties bepaald. Vanuit theoretisch oogpunt zal inzicht worden verschaft in de verschillende belangen en tegenstrijdigheden van de verschillende actoren, en de aanwezige factoren die van belang zijn om te komen tot een succesvolle transactie met behoud van de sociale woningvoorraad binnen de woningcorporatiesector. In dit hoofdstuk zal, naast de financieringstheorie en -strategie binnen een woningcorporatie, ook worden ingegaan op de methodiek van een vastgoedtransactie middels overname van zowel activa/passiva versus alleen activa (traditionele transactie).

3.1 Financieringstheorie

De basis van de moderne financieringstheorie wordt gevormd door Modigliani en Miller met de publicatie van "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" in 1958. Hierin wordt de stelling genomen dat iedere combinatie van eigen vermogen versus vreemd vermogen de ondernemingswaarde optimaliseert en er een verband is tussen kosten van het eigen vermogen versus de mate van financiering met vreemd vermogen. Hoe meer een onderneming is gefinancierd met vreemd vermogen, des te hoger is het risico op het eigen vermogen. Binnen de financieringstheorie is een optimale kapitaalstructuur dus van belang. De verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen is hierbij een belangrijk element. Uit onderzoek van Anson e.a. (2003) en Geltner e.a. (2013) blijkt dat er meerdere motieven zijn waarom vreemd vermogen wordt aangetrokken. Bij woningcorporaties speelt met name het motief dat uit de operationele kasstromen niet voldoende kapitaal overblijft om te voldoen aan de (maatschappelijke) investeringsopgave en de bijbehorende verduurzaming van het vastgoedbezit. Conijn (2019) geeft aan dat dit mede door de invoering van de verhuurderheffing komt.

Met het aantrekken van vreemd vermogen treedt er een hefboomeffect op. Het rendement op eigen vermogen kan verhoogd worden wanneer het rendement van de investering hoger is dan de rente die verschuldigd is aan de financiers. Diekerhof (2017) heeft onderzocht dat er verschillende theorieën zijn om tot een optimale kapitaalstructuur te komen, maar dat keuzes van ondernemingen niet zijn te vangen in een specifieke theorie, wat ook door verschillende literaire bronnen wordt bevestigd en in een aantal gevallen deze zelfs tegenstrijdig zijn. Pronk (2019) heeft in zijn onderzoek vastgesteld dat bij het bepalen van een rendementseis op het eigen- en vreemd vermogen in de wetenschap geen eenduidigheid is. Pronk geeft hierbij aan dat de Weighted Average Cost of Capital (WACC) een methodiek is welke in de *corporate finance* alom geprezen wordt. Vanuit de theorie blijkt dat er wat betreft de toepasbaarheid van de WACC binnen o.a. de woningcorporatiesector meerdere stromingen bestaan. De WACC is de totaalsom van de kosten van eigen- en vreemd vermogen gebaseerd op de verhouding eigen- en vreemd vermogen in de kapitaalstructuur van een bedrijf (McClure, 2019). De kosten van het eigen vermogen zijn volgens McClure lastiger te bepalen dan de kosten van het vreemd vermogen. Bij vreemd vermogen staat de rente van de kapitaalverstrekker doorgaans gelijk aan de kosten. Bij het eigen vermogen is dat lastig te bepalen.

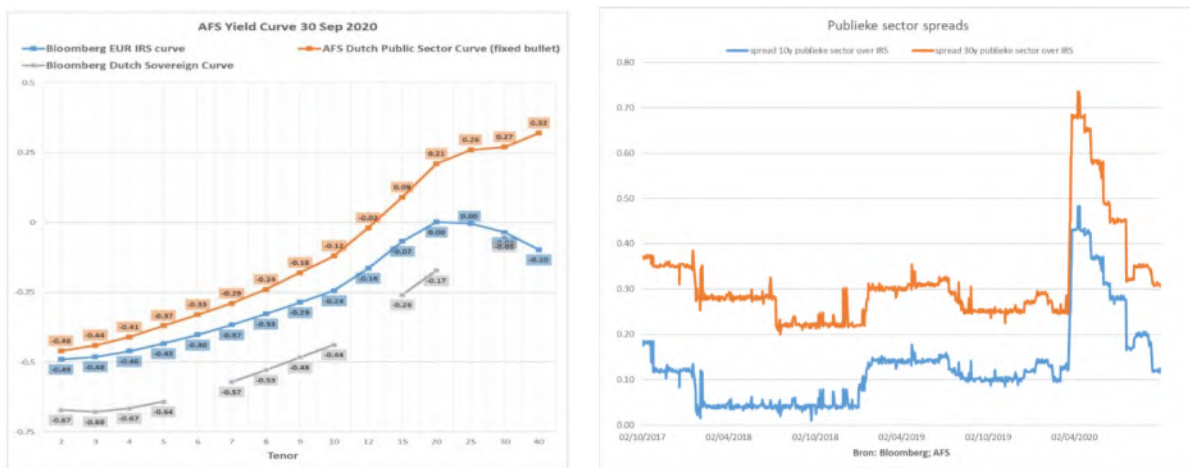
Van Gool (2013) stelt dat ook het bepalen van een rendementseis op het eigen of vreemd vermogen een ingewikkeld proces is. Het bepalen van een rendementseis is afhankelijk van het type vastgoed, de looptijd van de huurcontracten maar ook van de doelstelling van de belegger. Het is dan ook logisch dat bij een risicovol vastgoedobject een hogere rendementseis geldt dan bij een vastgoedobject met een laag risico.

3.1.1 Risico

In de theorie wordt vaak het onderscheid gemaakt tussen een risico en een onzekerheid. Huysmans (2011) constateert dat de scheidslijn tussen risico en onzekerheid vaak wordt bepaald door het wel of niet kunnen doen van een objectieve kansuitspraak. Gehner (2003) geeft aan dat een belangrijke eigenschap van risico's is dat als deze zich voordoen, deze schade met zich meebrengen; een negatieve afwijking op een rendementseis kan in deze hoedanigheid als risico worden gelezen.

Vanuit de literatuur is het Capital Asset Pricing Model (CAPM) gebaseerd op de moderne portefeuilletheorie (MPT) van Markowitz (1952). De MPT gaat ervan uit dat er, onder ideale marktomstandigheden, een verband bestaat tussen het te verwachten rendement en het te lopen risico. Hoge rendementen kunnen enkel worden behaald bij het accepteren van een groter risico. Daarbij kan het totale portefeuillerisico gedempt worden door te diversifiëren over verschillende (beleggings)mogelijkheden die niet volledig aan elkaar gecorreleerd zijn. Dit betreft het specifiek risico. Marktrisico kunnen beleggers alleen vermijden wanneer een belegger dit risico overdraagt aan een ander. Vanuit het perspectief van een kredietnemer is het in de context van een activa/passivatransactie van belang een diversificatie van een leningenportefeuille tot stand te brengen om rente- en liquiditeitsrisico's op de leningenportefeuille te mitigeren.

Vanuit het perspectief van een kredietverstrekker is het van belang om een inschatting te maken van het risico dat de kredietnemer niet meer in staat is om aan zijn betalings- en aflossingsverplichting te voldoen. Binnen de woningcorporatiesector zorgt het WSW borgstelsel ervoor dat de financiers met een kans van bijna 100% zekerheid zijn geldlening krijgt terugbetaald. Door de robuustheid van het borgstelsel en bijbehorende zekerheden heeft WSW van kredietbeoordelaar Standard & Poor's een AAA-status. In theorie geven kredietbeoordelaars op basis van diepgaande risico-analyses een kredietbeoordeling van een bedrijf door deze met een letter te kwantificeren. De AAA-status is de meest kredietwaardige beoordeling. Tijdens de financiële crisis in 2008 en de jaren daarna was de rol van de drie grote kredietbeoordelaars (Standard & Poor's, Moody's en Fitch) controversieel volgens Alessi en Wolverson (2013). Conflicterende belangen om een zo groot mogelijk marktaandeel te genereren zouden ervoor hebben gezorgd dat beoordelingen te rooskleurig zijn voorgesteld. Op basis van de AAA-status kunnen woningcorporaties tegen lage rente leningen financieren. In theorie kunnen woningcorporaties geldleningen aantrekken die marginaal boven het niveau van Nederlandse staatsleningen ligt. Daarbovenop rekent een kredietverstrekker een opslag om risico's mee af te dekken. Indien er onzekerheid in de markt is zal de opslag hoger liggen dan indien er geen onzekerheid in de vorm van bijvoorbeeld politieke of economische onrust. In het geval van woningcorporaties kan worden gesteld dat vanuit de theorie het specifiek risico laag is en een groot deel van de risico is verdisconteerd in het marktrisico.



Figuur 6: renteyieldcurve en bancaire opslagen (bron: Bloomberg / AFS, 2020)

Bovenstaande tabellen uit Bloomberg laten zien dat de renteyieldcurve's voor respectievelijk Nederlandse staatsobligaties en de (semi) publieke sector waartoe woningcorporaties worden gerekend circa 20 tot 30 basispunten verschilt. Ook is te zien dat de kredietopslag door de onrust op de financiële markten door de COVID-19 pandemie zich onmiddellijk vertaalde in een hogere marktrisico-opslag, en dus in totaliteit een stijging van de rentelasten bij (her)financieringen. Rendement en risico zijn met elkaar verweven. Hier is dan ook voor een woningcorporatie van belang om hier in de financieringsstrategie een goede afweging in te maken.

3.1.2. Financieringsstrategie

Optimale financiering van een woningcorporatie ontstaat wanneer een corporatie de relatie legt tussen de vastgoedstrategie en de financieringsstrategie. Sturen op optimale financiering is dus net als sturen op de vastgoedportefeuille een strategisch onderwerp.



Figuur 7: Sturen op financiering (Volkshuisvesting 2017)

Binnen de financieringsstrategie spelen 4 aspecten volgens het WSW een belangrijke rol:

1) De risicobereidheid (*risk appetite*);

Risk appetite is een (relatief nieuw) begrip waar veel bedrijven nog steeds mee worstelen (Zwaal & De Graaf, 2014). Risicobereidheid gaat over de aard, omvang en mate waarin een organisatie bereid is risico's te lopen bij het realiseren van haar doelstellingen. Voor veel organisaties is het geven van een betekenisvolle invulling aan het begrip 'risicobereidheid' een uitdaging. Dit heeft (deels) te maken met het paradoxale karakter van het begrip: 'risico' en 'bereidheid' zijn termen die niet van nature bij elkaar passen. De risicobereidheid is daardoor vaak niet of vaag gedefinieerd, en daarmee ook niet goed geborgd in de sturing, beheersing en verantwoording van de organisatie. Van belang is daarom om binnen een woningcorporatie een gedegen risicomanagementbeleid te voeren waarbij er op een open en transparante wijze op verschillende niveaus risico's worden besproken en afgewogen. Er wordt in dat geval gesproken over risicomanagement: een proces gericht op het identificeren en beoordelen van potentiële gebeurtenissen die invloed kunnen hebben op de corporatie, en deze gebeurtenissen zodanig te beheersen dat deze binnen de risicobereidheid van de corporatie vallen, zodat een redelijke zekerheid bestaat ten aanzien van het behalen van bijvoorbeeld doelstellingen van een woningcorporatie (Klouwen, 2020). Belangrijk element in dit model is de risicocultuur van de corporatie, deze heeft invloed op de mate waarin de organisatie risico's neemt. Een ander belangrijke factor in de risicobereidheid van de corporatie wordt bepaald door de cultuur van mensen in de organisatie. Persoonlijke drijfveren kunnen hierbij het gedrag ten aanzien van risico's bepalen. Graves (2010) heeft over de risicocultuur binnen organisaties een model ontwikkeld. In het model legt hij een relatie tussen drijfveren van personen en de dynamiek van een organisatie ten opzichte van risicoacceptatie. Daarbij wordt gebruik gemaakt van kleuren: iedere kleur staat voor een stijl van leiderschap of organisatiecultuur.

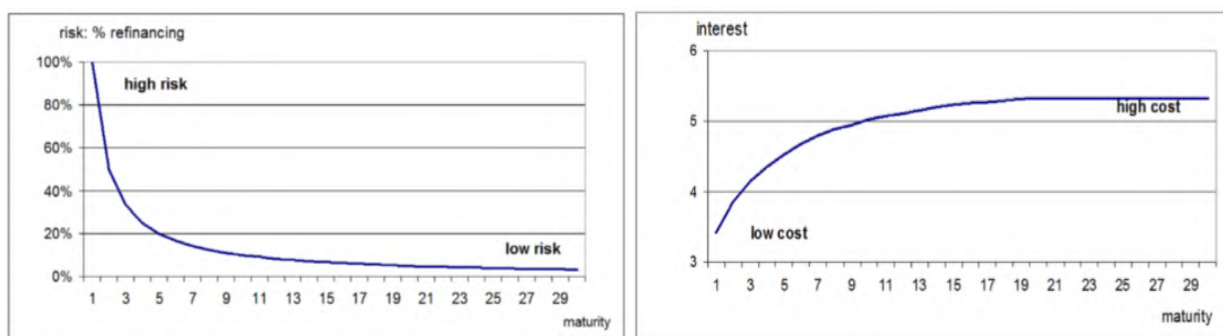
2) De gewenste verhouding eigen en vreemd vermogen;

Binnen de woningcorporatiesector is de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, door normeringen aangegeven in het gezamenlijk beoordelingskader van het Aw/WSW, gemaximeerd. Bij het

berekenen van de solvabiliteit wordt er gekeken naar het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Indien een bedrijf veel eigen vermogen heeft zal een kredietverstrekker minder risico lopen. Immers, bij liquidatie zal de kredietverstrekker het geld teruggeisen en is het risico kleiner dat er geen financiële middelen zijn bij liquidatie. Echter, binnen de woningcorporatiesector geldt het WSW borgstelsel en is het risico voor een kredietverstrekker verwaarloosbaar. Dit is reeds in paragraaf 2.3 benoemd. Binnen de woningcorporatiesector dient juist geïnvesteerd te worden, want er dient een volkshuisvestelijke opgave te worden vervuld. Het rapport 'Opgaven en middelen woningcorporatiesector' laat duidelijk zien dat er een disbalans is tussen beiden. Indien er niet voldoende invulling wordt gegeven aan de volkshuisvestelijke taakstelling zullen belanghouders zoals de toezichthouder, gemeenten en huurdersverenigingen hierover kritische vragen stellen. De gewenste verhouding tussen eigen en vreemd vermogen is derhalve een interessant spanningsveld tussen enerzijds de (financiële) ruimte en anderzijds de volkshuisvestelijke invulling ervan.

3) De keuze tussen flexibiliteit en renterisico in de leningenportefeuille:

Woningcorporaties zijn kapitaalintensieve ondernemingen met aanzienlijke leningenportefeuilles waarbij rentelasten een groot deel van de totale bedrijfslasten uitmaken. Stijgende rentes vormen derhalve een risico. Een risico dat beperkt kan worden door bij nieuwe leningen langere looptijden af te spreken. Daardoor staat er jaarlijks een kleiner volume bloot aan renteaanpassingen. Hierdoor kan echter wel minder geprofiteerd worden van een dalende renteyield curve. Bovendien vormt een inflexibele leningenportefeuille een risico indien de financieringsbehoefte anders uitpakt dan voorzien en er (over)liquiditeit ontstaat. Er moet dus een zeker evenwicht gezocht worden tussen flexibiliteit en renterisico in de leningenportefeuille. Dit kan bereikt worden door keuzes te maken bij looptijden van nieuwe leningen en de keuze voor een variabele of vaste rente. Het risico dat het WSW bij deze vraag beoordeelt, is het risico dat de toekomstige operationele kasstromen van de corporatie negatief worden beïnvloed door wijzigingen in de rentestanden. Het WSW meet op sectorniveau het renterisico als de verhouding tussen de hoofdsom van schulden die gedurende de meetperiode onder invloed staat van wijzigingen in de rentestanden ten opzichte van de totale schuldpositie van de corporatie. Voorbeelden van wijzigingen zijn herfinanciering van afgeloste geldleningen, renteherzieningsmomenten van variabel rentende leningen en leningen met renteconversies bij basisrenteleningen (zie paragraaf 3.1.4). Het WSW beoordeelt het renterisico voornamelijk als laag indien het renterisico op de geborgde leningenportefeuille over de eerste vijf jaren per jaar maximaal 15% bedraagt. Hoe hoger het renterisico, hoe hoger de flexibiliteit is voor een woningcorporatie. Indien een woningcorporatie alleen leningen zouden aantrekken met een looptijd van 6,6 jaar (uitgaande van een theoretische evenredige spreiding) zou ieder jaar 15% van de leningenportefeuille verversd moeten worden en dus blootstaan aan de marktrente in dat betreffende jaar (en bij 5 jaar 20%, bij 10 jaar 10%, bij 20 jaar 5% enzovoort). Bovengenoemde plaatst het risico en kosten in relatie tot de looptijd van een lening in de volgende tabellen:



Figuur 8: risico en rente in relatie tot looptijd (Volkshuisvesting 2017)

Vanuit theoretisch oogpunt zal bij een normale vorm van de rentecurve (los van het feit op welk niveau die curve ligt) een langer lopende lening duurder zijn dan een korter lopende lening. Echter, zal het renterisico's wel lager zijn, maar daarentegen de flexibiliteit binnen de gehele leningenportefeuille van de woningcorporatie verminderen.

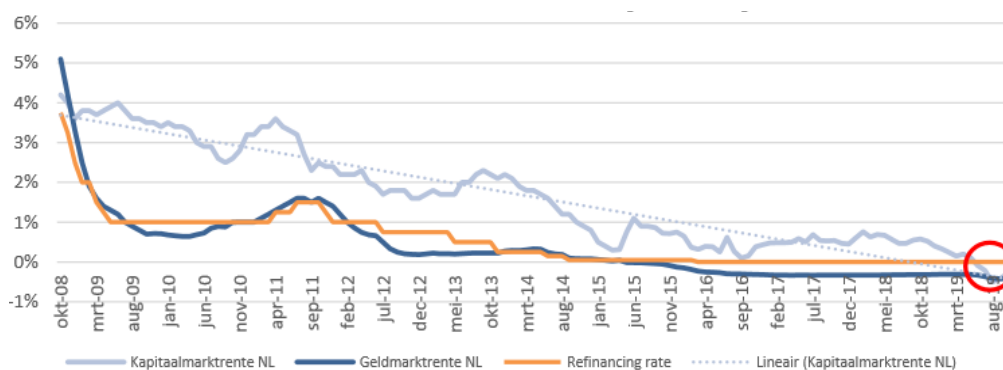
4) De keuze tussen geborgde en commerciële (ongeborgde) financiering.

Een woningcorporatie heeft in theorie de keuze om leningen via WSW borging aan te trekken of anders ongeborgd via commerciële kredietvertrekkers. Het laatste zal erin resulteren dat er in theorie een grotere onzekerheid is dat de geldlening weer zal worden terugbetaald door een woningcorporatie. Dit zal op verschillende manieren worden ingeprijsd door kredietverstrekkers: hogere rentevergoeding, aanvullende onderpanden, verplichting tot aflossing binnen een bepaalde looptijd. Het aantrekken van een ongeborgde financiering zal dan ook niet de voorkeur hebben. Echter, gezien de woningwet is het in het geval van een niet-DAEB investering noodzakelijk om ongeborgde financiering aan te trekken indien er uit operationele activiteiten en eventuele bundeling van de interne lening niet voldoende liquiditeiten resteren. Kijkend naar de reeds benoemde WACC van een woningcorporatie zal in theorie het geëist rendement op vreemd vermogen stijgen. Als de WACC in zijn geheel niet wordt aangepast zal dit impact hebben op het geëist rendement op het eigen vermogen. Boot & Ligterink (2011) concluderen ook dat het gebruik van het CAPM-model complex is wanneer een onderneming zowel DAEB als niet-DAEB activiteiten uitvoert. In dat geval is het volgens hen lastig om de bijbehorende kasstromen toe te rekenen aan de juiste activiteit.

3.1.3 Rente

Rente wordt in de literatuur omschreven als de tijdswaarde van geld, welke ontstaat doordat een individu over het algemeen liever eerder dan later in een door zijn geprefereerde positie terecht wil komen (Vis, 2006). Vanuit bancair oogpunt is rente een bedrag, veelal uitgedrukt in een percentage, die kredietgevers hanteren om risico's van de geldverstrekking te compenseren. Volgens Withaar (2020) bestaat de opbouw van de rente uit vier hoofdcomponenten: basisrente (20%), inflatievergoeding (40%), risicopremie (20%) en transactiekosten (20%). In de economische literatuur wordt deze rente veelal gelijk gesteld aan de rente op staatsobligaties. De inflatievergoeding compenseert de ontwaarding van de onderliggende hoofdsom; de financierer behoudt daardoor een gelijke koopkracht na aflossing. De risicopremie valt uiteen in het systematisch risico en het specifiek risico en is bedoeld als dekking voor wanbetaling. Transactiekosten vinden hun oorsprong in de kostencomponent die de bemiddelaar voortbrengt als intermediair tussen vraag en aanbod en bestaat eveneens uit de rentemarge/winst van de uitlener (Withaar, 2020).

Afgelopen jaren is de rente op de geld- (looptijd < 2 jaar) en kapitaalmarkt (looptijd > 2 jaar) aanzienlijk gedaald. De conjunctuur en het monetaire beleid van centrale banken zijn belangrijke parameters bij de totstandkoming van de rentepercentages. De Europese Centrale Bank (ECB) voert het monetaire beleid in de eurozone, en heeft als hoofddoelstelling het realiseren van prijsstabiliteit, waarbij de inflatie rond de 2% uit dient te komen. Deze doelstelling werd in de nasleep van de kredietcrisis (2008-2013) ook na verschillende renteverlagingen niet gehaald waarbij de ECB in 2014 is uitgeweken naar onconventioneel beleid middels kwantitatieve verruiming (QE). Door deze omvangrijke ingreep is een overaanbod van de basisgeldhoeveelheid gecreëerd wat heeft geresulteerd in een lagere markrente. Rentees zijn inmiddels zo hard gedaald dat er momenteel zelfs sprake is van negatieve rentes, ofwel een geldnemer ontvangt rente op een lening die met een kredietverstrekkers is afgesloten. Waar men een paar jaar geleden dacht dat het een tijdelijk fenomeen was, zijn de meningen in de literatuur inmiddels verdeeld en is er een stroming die van mening is dat lage rentestanden, en zelfs negatieve rente, van structurele aard is.



Figuur 9: Ontwikkeling herfinancieringsrente en Nederlandse markrenten (Withaar, 2020)

Zoals voorgaand figuur laat zien is de marge tussen de herfinancieringsrente (waartegen kredietvertrekkers geld bij de ECB kunnen aantrekken) en de rente op kapitaalrente in 2019 zelfs negatief is. Dit laat duidelijk zien dat het verdienmodel van een bank onder druk staat en marges op de marktrente ten opzichte van de kapitaalmarktrente afgelopen decennium substantieel gedaald is.

3.1.4 Leningtype

Leningen hebben verschillende modaliteiten: looptijd, rentepercentage en type. Het rentepercentage is afhankelijk van de looptijd en het type lening. In theorie kan er worden gekozen voor een vastrentende lening of een variabel rentende lening. Ook hierin zijn verschillende keuzemogelijkheden:

Vastrentende lening

Een vastrentende geldlening is een lening waarbij de rente tijdens de gehele looptijd van de lening vaststaat. Wel biedt een kredietverstrekker de mogelijkheid om vooraf een tussentijdse renteherziening af te spreken. De lening wordt in één keer afgelost op de einddatum van de lening. Of in meerdere keren op basis van een vooraf overeengekomen aflossingsschema. Dit wordt ook wel een 'fixe' of 'bullet' lening genoemd.

Roll-over lening met vaste hoofdsom

Een roll-over lening is een lening met een variabele rente (Euribor). De rente wordt op de zogenoemde coupondatum steeds opnieuw vastgesteld. Dit moment is afhankelijk van de gekozen Euribor (bijvoorbeeld de 3 maands Euribor). Bovenop de Euribor betaalt iedere kredietnemer een kredietopslag. Deze opslag kan voor een bepaalde periode of voor de gehele looptijd van de lening worden afgesproken. De geldnemer kan bij een roll-over lening ook een renteplafond met de geldgever afspreken. Dit heet een 'cap'. Voor deze 'verzekering' brengt de geldgever een premie in rekening. Deze premie moet de kredietnemer vooraf betalen.

Roll-over lening met variabele hoofdsom

Bij een roll-over lening met variabele hoofdsom zijn zowel de rente als de hoofdsom variabel. De kredietnemer bepaalt zelf wanneer de hoofdsom wordt opgenomen. Ook bij deze lening wordt de coupon bepaald door de som van de afgesproken Euribor en de kredietopslag.

Basisrentelening

Een basisrentelening is een lening met een vaste rente waarbij de basisrente tijdens de looptijd vaststaat. De kredietopslag wordt telkens voor een bepaalde kortere periode afgesproken. Deze kredietopslag is variabel en wordt aan het eind van elke periode opnieuw vastgesteld.

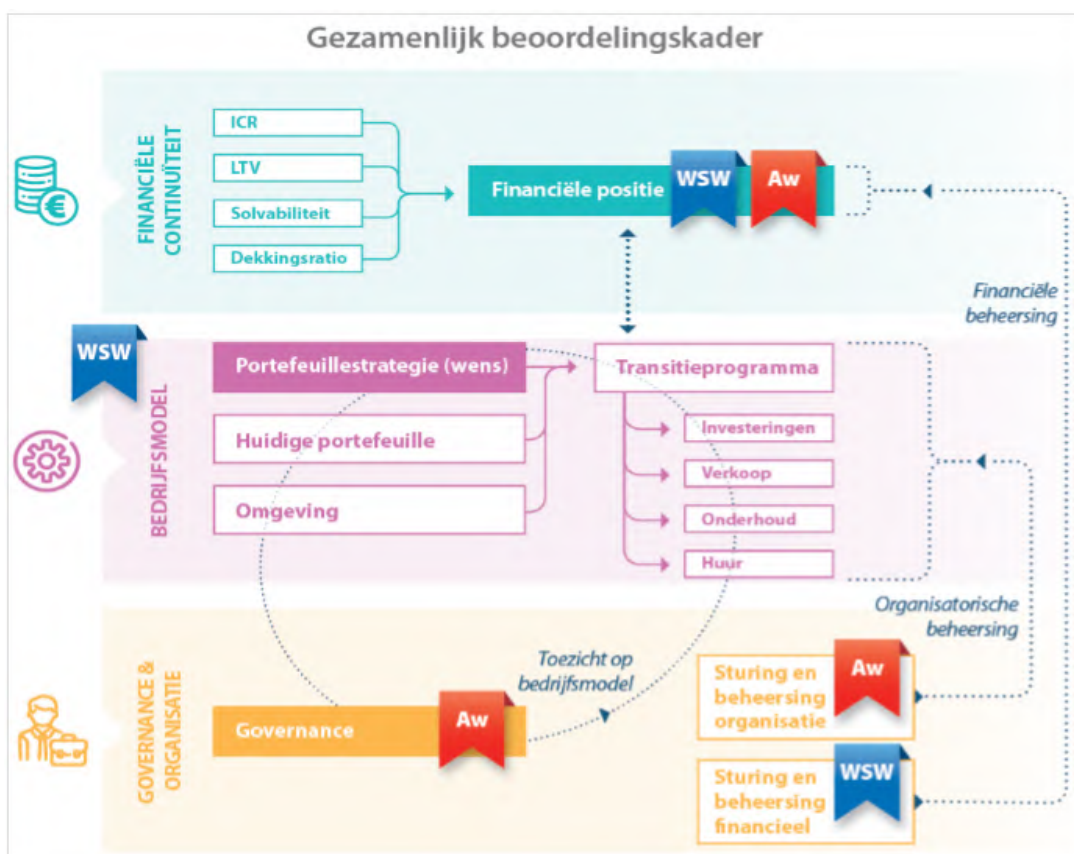
3.1.5 Marktwaaarde versus nominale waarde leningen

Op het moment dat een geldlening wordt aangetrokken, kent deze lening een nominale waarde die gelijk is aan de marktwaaarde. Immers, de rente die op het moment van aantrekken wordt overeengekomen is de rente die van toepassing is in de markt. Op het moment dat de marktrente verandert, verandert tevens de marktwaaarde van de lening. Als de marktrente stijgt, daalt voor een bank de marktwaaarde van de lening. Uitgangspunt hierbij is dat de kredietverstrekker datzelfde geld had uit kunnen lenen tegen een hoger rentepercentage. Andersom betekent een marktrentedaling dat de marktwaaarde van de lening voor een bank juist stijgt. De bank verdient namelijk meer rente op de lening, dan het kan verdienen met het op dit moment uitlenen van datzelfde geld. Voor de woningcorporatie die de lening heeft afgesloten geldt het tegenovergestelde. Bij een daling van de marktrente is de woningcorporatie in feite 'slechter' af met de afgesloten lening. De marktwaaarde van de lening van de corporatie is in dit geval groter dan de nominale waarde van de lening. Dit betekent dat de corporatie bij voortijdige beëindiging van de lening meer dient terug te betalen, dan de nominale waarde van de lening (het schuldrestant). Dit verschil betreft in feite een boeterente. Hiertegenover staat dat de corporatie tegen een lagere rente nieuwe leningen kan aantrekken. Bovenstaande geldt ook een woningcorporatie leningen overneemt van derde partijen. Deze partijen zullen bij het overdragen van leningen hierbij niet uitgaan van de nominale waarde van de leningen maar van de marktwaaarde. Bij de marktwaaarde van leningen kan tevens nog onderscheid worden gemaakt tussen marktwaaarde bij discontinuïteit, en marktwaaarde bij continuïteit. Het verschil zit in de renteopslag die bancaire instellingen hanteren. Bij een continuïteitsgedachte vindt bij afloop van de looptijd van een lening

herfinanciering plaats en dient er een renteopslag te worden betaald aan de kredietvertrekker. Bij discontinuïteit is dat niet het geval en wordt uitgegaan van het theoretisch voortijdig aflossen van de lening wegens discontinuïteit van de kredietnemer.

3.1.6 Financiële continuïteit

Financiële continuïteit is een onderdeel van het gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW. In het gezamenlijk beoordelingskader staat beschrijven hoe de financiële positie van een woningcorporatie in nauwe samenhang met andere toezichtterreinen wordt bekeken. Een goede onderbouwing van het bedrijfsmodel en een goede governance en organisatie zijn, naast de financiële positie, essentieel voor een goede taakuitoefening van een woningcorporatie (zie onderstaand figuur). Naarmate op financieel vlak scherper op grenzen wordt gestuurd, wordt goede onderbouwing van het bedrijfsmodel en governance & organisatie nog relevanter in de (risico)beoordeling door de toezichthouder.



Figuur 10: gedeelde beoordelingsonderwerpen Aw/WSW (Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW).

In 2020 hebben Aw/WSW bekend gemaakt waarop de beoordeling van de financiële continuïteit op gericht is:

- Liquiditeit (ICR): de mate waarin Staedion op korte en middellange termijn voldoende kasstromen creëert om aan haar liquiditeitsverplichtingen te voldoen.
- Vermogen (LTV & Solvabiliteit): de mate waarin er - nu en in de toekomst - voldoende vermogen beschikbaar is om de huidige verplichtingen en mogelijke toekomstige risico's op te vangen.

De beoordeling van *discontinuïteit* is gericht op:

- Onderpand (Dekkingsratio & Onderpandratio): de mate waarin de waarde van het onderpand voldoende is om in een situatie van (dreigende) discontinuïteit aan de financiële verplichtingen te voldoen.

De definities van de continuïteitsratio's (ICR, LTV, Solvabiliteit) zijn ongewijzigd ten opzichte van de ratio's die zijn gepubliceerd in het gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW:

Interest Coverage Ratio (ICR): meet hoe vaak de corporatie vanuit de operationele kasstroom, zoals huurinkomsten, de verschuldigde rente kan betalen.

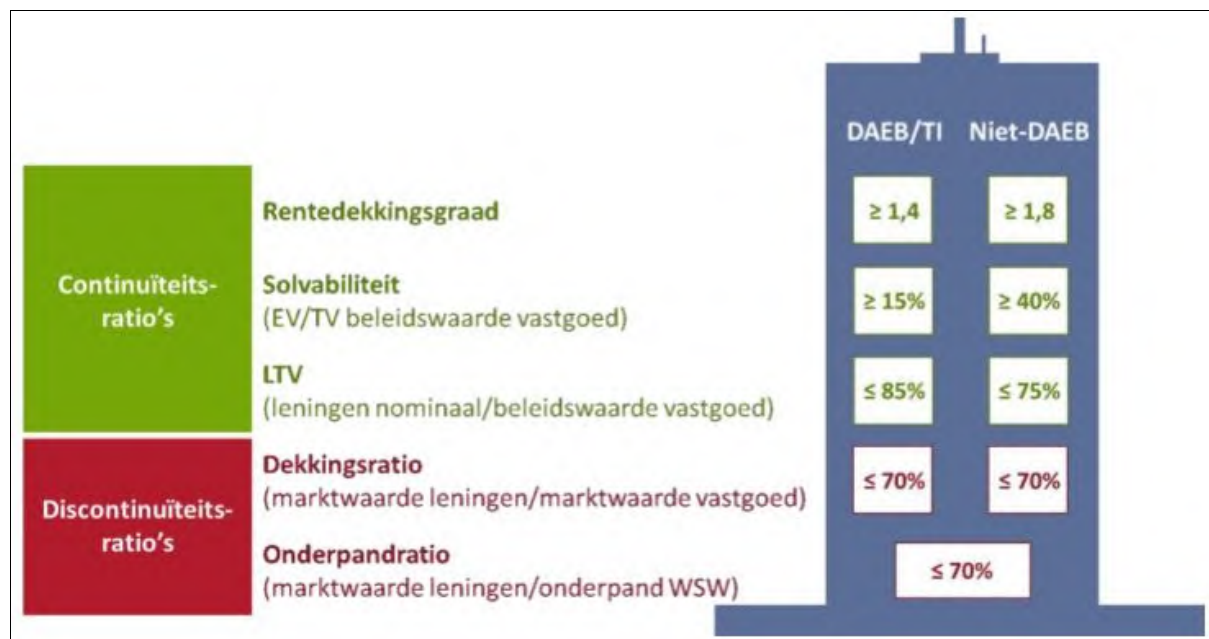
Loan to Value (LTV): maakt inzichtelijk hoeveel geld er is geleend ten opzichte van de totale waarde van de woningen van de corporatie (op basis van de beleidswaarde).

Solvabiliteitsratio: meet de omvang van het eigen vermogen van de corporatie in relatie tot het totale vermogen. Ook dit wordt gedaan op basis van de beleidswaarde.

Ten aanzien van de discontinuïteitsratio's (dekkingsratio en onderpandratio) hebben twee wijzigingen plaatsgevonden ten opzichte van het gezamenlijk beoordelingskader: de toevoeging van de onderpandratio en de marktwaarde van leningen.

- Toevoeging van de onderpandratio: er bestond al een dekkingsratio voor de gehele corporatie. Daarmee wordt in geval van discontinuïteit bepaald of de (markt)waarde van het bezit voldoende is om de schuldpositie af te lossen. Aan deze dekkingsratio is de onderpandratio toegevoegd. Met deze ratio wordt bepaald of in geval van discontinuïteit de (markt)waarde van het onderpand (DAEB vastgoed, en niet-DAEB vastgoed waarop WSW hypotheek heeft gevestigd) voldoende is om de geborgde schuldpositie af te lossen.
- Marktwaarde leningen: in plaats van de nominale schuldpositie wordt de marktwaarde van de schuldpositie in de discontinuïteitsratio's opgenomen. Het gaat dan zowel om de dekkingsratio als onderpandratio. In de dekkingsratio wordt tevens rekening gehouden met de marktwaarde van derivaten. Door te sturen op de marktwaarde van leningen en derivaten kan beter sturen op risico's. Het transparant maken van dit risico in de discontinuïteitsratio's maakt beheersing van dit potentiële verlies voor Aw/WSW beter mogelijk.

Bovengenoemde leidt bij de beoordeling tot het onderstaande kader van financiële ratio's:



Figuur 11: financiële ratio's en grenswaarden Aw/WSW (Finance-Ideas, 2020)

De reden hiervoor zijn volgens Aw/WSW de opgedane inzichten in de voortgang/afwikkeling van een aantal saneringscasussen (Vestia, WSG en Humanitus Huisvesting) alsmede de inzichten vanuit het strategisch programma WSW. Uit de evaluatie van casussen waarin corporaties in discontinuïteit kwamen, werd volgens Aw/WSW duidelijk dat de verplichting uit de marktwaarde van de schuldpositie en derivaten grote invloed heeft op de te nemen maatregelen. Het transparant maken van dit risico in de discontinuïteitsratio's maakt beheersing van dit potentiële verlies volgens Aw/WSW beter mogelijk. Aandachtspunt is echter wel dat deze ratio geldt bij discontinuïteit, waarbij op dat moment de marktwaarde van leningen afgerekend dient te worden.

3.2 Methodiek activa/passiva-transactie versus traditionele financiering vanuit de theorie

Het financieringsaspect is bij een vastgoedtransactie vaak onderbelicht. In theorie zijn er meerdere manieren om een vastgoedtransactie tussen woningcorporaties tot stand te laten komen. Veelal wordt geopteerd voor een traditionele vastgoedtransactie: een woningcorporatie verkoopt vastgoed (tegen marktwaarde in verhuurde staat) aan een collega-corporatie en ontvangt deze verkoopprijs in liquide middelen. Bij deze traditionele verkoop krijgt de verkopende corporatie direct de beschikking over de liquide middelen en blijven leningen behouden bij de verkopende corporatie. Aan de activazijde wijzigt alleen de samenstelling van de activa; het vastgoed wordt omgezet in liquiditeiten. De balans blijft aan de passivazijde onveranderd en de omvang van de balans blijft gelijk (zie onderstaand figuur). Dit is niet in alle gevallen de meest optimale oplossing. Misschien heeft de verkopende partij al overliquiditeit of wil men juist de schuldpositie afbouwen. Ook kan het zijn dat de kopende woningcorporatie net voldoende liquide middelen beschikbaar heeft, en onvoldoende financiële ruimte heeft of wil uitgeven voor de aankoop van het vastgoed. Vanuit perspectief van een koper blijkt dat een traditionele transactie vanuit de hiervoor benoemde theorie in relatie tot de financiële ratio's niet altijd even interessant:

Theoretisch voorbeeld: Woningcorporatie S. - aantal verhuureenheden 36.000			
<i>bedragen in € miljoen</i>			
Versimpelde geconsolideerde balans (DAEB & niet-DAEB) voor transactie			
Activa		Passiva	
Marktwaarde vastgoed DAEB	€ 3.800,0	Eigen vermogen	€ 3.150,0
Marktwaarde vastgoed niet-DAEB	€ 975,0	Leningen nominaal DAEB	€ 1.625,0
		Leningen nominaal niet-DAEB	€ -
Marktwaarde vastgoed totaal	€ 4.775,0	Eigen en vreemd vermogen totaal	€ 4.775,0
Overige gegevens voor transactie:			
Beleidswaarde vastgoed DAEB	€ 2.100,0		
Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB	€ 800,0		
Beleidswaarde totaal	€ 2.900,0		
Interne lening	€ 275,0		
Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	64,3%		
Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	34,4%		
Loan-to-Value totaal	56,0%		
Operationeel resultaat (voor aftrek rentelasten)	€ 75,0		
Gemiddelde rentelasten (op jaarbasis) 2,76%	€ 45,0		
ICR	1,67		

A) Traditionele financiering: aankoop 1.250 eenheden, waarvan 750 DAEB, 500 niet-DAEB*			
<i>bedragen in € miljoen</i>			
volledige aankoop tegen marktwaarde gefinancierd: DAEB bezit tegen WSW geborgde rente: circa 0% / aankoop niet-DAEB bezit tegen commerciële tarieven circa 1,5%			
Marktwaarde vastgoed DAEB	€ 125,0	Beleidswaarde vastgoed DAEB	€ 75,0
Marktwaarde vastgoed niet-DAEB	€ 100,0	Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB	€ 90,0
Marktwaarde vastgoed totaal	€ 225,0	Beleidswaarde totaal	€ 165,0
Operationeel resultaat (voor renteaftrek)	€ 5,0		
Versimpelde geconsolideerde balans (DAEB & niet-DAEB) na traditionele transactie			
Activa		Passiva	
Marktwaarde vastgoed DAEB	€ 3.925,0	Eigen vermogen	€ 3.150,0
Marktwaarde vastgoed niet-DAEB	€ 1.075,0	Leningen nominaal DAEB	€ 1.750,0
		Leningen nominaal niet-DAEB	€ 100,0
Marktwaarde vastgoed totaal	€ 5.000,0	Eigen en vreemd vermogen totaal	€ 5.000,0
Overige geconsolideerde gegevens na transactie:		Gegevens van de transactie SEC:	
Beleidswaarde vastgoed DAEB	€ 2.175,0	Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	166,7%
Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB	€ 890,0	Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	111,1%
Beleidswaarde totaal	€ 3.065,0	Loan-to-Value totaal	136,4%
Interne lening	€ 275,0	Aan te trekken leningen DAEB nominaal 0% rente	€ 125,0
Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	67,8%	Aan te trekken leningen niet-DAEB nom. 1,5% rente	€ 100,0
Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	42,1%	Te betalen jaarlijkse rente	€ 1,5
Loan-to-Value totaal	60,4%		
Operationeel resultaat (voor aftrek rentelasten)	€ 80,0		
Gemiddelde rentelasten (op jaarbasis) 2,66%	€ 46,5		
ICR	1,72		

- Door de reeds bestaande schaalgrootte van de woningcorporatie stijgt de loan-to-value op beleidswaarde in totaal 'slechts' met 4,4% naar 60,4%;
- ICR stijgt van 1,67 naar 1,72

**) uitgaande dat er geen markttoets dient plaats te vinden en/of er vanuit volkshuisvestelijk oogpunt vrijstelling door minister wordt verkregen.*

Figuur 12: visualisatie effecten op balans traditionele financiering

Bij een 'activa/passiva-transactie' draagt de verkopende partij niet alleen het vastgoed over aan de koper, maar ook de bijbehorende reeds in het verleden afgesloten leningen. Hiermee verkort de verkopende woningcorporatie de balans en hoeft de kopende partij minder of zelfs geen financiering aan te trekken. Ook de woningcorporatiesector als geheel profiteert van een activa/ passiva-transactie. Bij een traditionele transactie blijft de leningenportefeuille van de verkoper ongewijzigd. Deze leningen zijn veelal geborgd door WSW met tertiaire achtervang van de gemeente waarin het vastgoed staat. De kopende corporatie financiert het vastgoed doorgaans met WSW-borging en gemeentelijke achtervang. In feite borgt WSW dus (tijdelijk) twee keer hetzelfde onderpand en staat de gemeente twee keer voor hetzelfde vastgoed garant (de achtervang). Bij een activa/passiva transactie, waarbij leningen worden overgeheveld naar de kopende partij, staat WSW één keer garant voor de lening, verstrekt de gemeente één keer achtervang en neemt het totale leningvolume in de woningcorporatiesector dus niet toe. Vanuit sectoraal en maatschappelijk oogpunt lijkt een activa/passiva-transactie een interessante transactievorm.

Theoretisch voorbeeld: Woningcorporatie S. - aantal verhuureenheden 36.000			
<i>bedragen in € miljoen</i>			
Versimpelde geconsolideerde balans (DAEB & niet-DAEB) voor transactie			
Activa		Passiva	
Marktwaaarde vastgoed DAEB	€ 3.800,0	Eigen vermogen	€ 3.150,0
Marktwaaarde vastgoed niet-DAEB	€ 975,0	Leningen nominaal DAEB	€ 1.625,0
		Leningen nominaal niet-DAEB	€ -
Marktwaaarde vastgoed totaal	€ 4.775,0	Eigen en vreemd vermogen totaal	€ 4.775,0
Overige gegevens voor transactie:			
Beleidswaarde vastgoed DAEB	€ 2.100,0		
Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB	€ 800,0		
Beleidswaarde totaal	€ 2.900,0		
Interne lening	€ 275,0		
Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	64,3%		
Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	34,4%		
Loan-to-Value totaal	56,0%		
Operationeel resultaat (voor aftrek rentelasten)	€ 75,0		
Gemiddelde rentelasten (op jaarbasis) 2,76%	€ 45,0		
ICR	1,67		

B) activa/passiva transactie: aankoop 1.250 eenheden, waarvan 750 DAEB, 500 niet-DAEB met overname equivalent aan leningen*			
<i>bedragen in € miljoen</i>			
volledige aankoop vastgoed en leningen tegen marktwaaarde: zowel DAEB als niet-DAEB bezit tegen historisch hoge rentepercentages (4,5%) uitgangspunt is dat aankoop niet-DAEB zal d.m.v. toename interne lening plaatsvinden. hiervoor is toestemming Aw voor benodigd.			
Marktwaaarde vastgoed DAEB	€ 125,0	Beleidswaarde vastgoed DAEB (45%)	€ 75,0
Marktwaaarde vastgoed niet-DAEB	€ 100,0	Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB (55%)	€ 90,0
Marktwaaarde vastgoed totaal	€ 225,0	Beleidswaarde totaal (100%)	€ 165,0
Operationeel resultaat (voor renteaftrek)	€ 5,0		
Versimpelde geconsolideerde balans (DAEB & niet-DAEB) na activa/passiva transactie			
Activa		Passiva	
Marktwaaarde vastgoed DAEB	€ 3.925,0	Eigen vermogen (incl. disagio leningen)	€ 3.250,0
Marktwaaarde vastgoed niet-DAEB	€ 1.075,0	Leningen nominaal DAEB	€ 1.750,0
		Leningen nominaal niet-DAEB	€ -
Marktwaaarde vastgoed totaal	€ 5.000,0	Eigen en vreemd vermogen totaal	€ 5.000,0
Overige geconsolideerde gegevens na transactie:		Gegevens van de transactie SEC:	
Beleidswaarde vastgoed DAEB	€ 2.175,0	Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	84,7%
Beleidswaarde vastgoed niet-DAEB	€ 890,0	Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	68,3%
Beleidswaarde totaal	€ 3.065,0	Loan-to-Value totaal	75,8%
Interne lening	€ 336,5	Stijging interne lening (om LtV DAEB <85% te houden)	€ 61,5
Loan-to-Value op beleidswaarde DAEB	65,0%		
Loan-to-Value op beleidswaarde niet-DAEB	37,8%	Aan te trekken leningen DAEB nominaal 4% rente	€ 125,0
Loan-to-Value totaal	57,1%	<i>dit betreft marktwaaarde leningen 225 miljoen</i>	
Operationeel resultaat (voor aftrek rentelasten)	€ 80,0	Te betalen jaarlijkse rente (4% over 125 miljoen)	€ 5,0
Gemiddelde rentelasten (op jaarbasis) 2,86%	€ 50,0		
ICR	1,60	- Door de reeds bestaande schaalgrootte van de woningcorporatie stijgt de loan-to-value op beleidswaarde in totaal 'slechts' met 1% naar circa 57%	
		- ICR daalt van 1,67 naar 1,60	

**) uitgaande dat er geen markttoets dient plaats te vinden en/of er vanuit volkshuisvestelijk oogpunt vrijstelling door minister wordt verkregen.*

Figuur 13: visualisatie effecten op balans activa/passiva transactie

In tegenstelling tot bij het aangaan van een traditionele financiering worden er bij een activa/passiva transactie bestaande leningen met hogere rentecoupons overgenomen. Dit resulteert erin dat de in de balans opgenomen nominale waarde, conform de richtlijnen voor de jaarverslaggeving (RJ), van de leningen aanzienlijk lager kan zijn dan de marktwaarde. Hoe langer de looptijd van de leningovereenkomst en hoe groter het verschil tussen de huidige rente en de afgesloten couponrente, des te groter het verschil tussen de nominale en de marktwaarde van de leningen. Dit is een interessant uitgangspunt omdat uit onderzoek van Finance Ideas (2019) is gebleken dat de financiële ratio 'loan-to-value op beleidswaarde' voor de meeste woningcorporaties de meest knellende financiële ratio is.

Loan-to-Value versus ICR

Bij een traditionele vastgoedtransactie zal door de huidige lage renteyieldcurve de te betalen rente lager zijn dan bij een activa/passiva transactie waarbij leningovereenkomsten met historisch hoge rentepercentages worden overgenomen. De ICR is bij een traditionele vastgoedtransactie dan ook gunstiger dan bij een activa/passiva transactie. Daarentegen zal de loan-to-value bij een activa/passiva transactie gunstiger zijn dan bij een traditionele vastgoedtransactie omdat het WSW de in de woningcorporatiesector knellende 'loan-to-value op beleidswaarde' beoordeeld op de nominale waarde van de leningen.

Uiteindelijk zal over de gehele looptijd van de leningovereenkomst door het betalen van de hogere rentecoupon, en het steeds dichterbij komen van de einddatum, de marktwaarde en nominale waarde van de leningen uiteindelijk op de einddatum nihil zijn. Echter door de hoge rentebetalingen nu kasstroom technisch 'te nemen' in de ICR creëert dit ruimte in de (veelal) knellende loan-to-value. Vanuit een theoretisch oogpunt zou, door de reeds bestaande schaalgroottes van grote woningcorporatie deze hoge marktwaarde van leningen een slechts beperkte impact hebben op de reeds bestaande financiële ratio's. Woningcorporaties zouden op deze wijze, mits er voldoende schaalgroottes is, loan-to-value en ICR kunnen 'uitruilen' waarbij het totale systeemrisico kan worden verkleind.

3.2.1 Interne lening

Zoals reeds in paragraaf 2.1.2. aangegeven is de interne lening een eenmalige lening die van de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak is verstrekt bij de administratieve scheiding van de toelaten instelling conform de herziene woningwet. In beginsel betreft het dus een eenmalig verstrekte lening welke de niet-DAEB-tak uit de operationele activiteiten dient af te lossen aan de DAEB-tak. In de herziene woningwet is opgenomen dat aflossing van de interne lening geheel of gedeeltelijk achterwege kan blijven voor zover en zolang alternatieve externe financiering aantoonbaar niet mogelijk is en aflossing uit de kasstromen van de niet-DAEB-tak de financiële continuïteit van de niet-DAEB-tak in gevaar brengt. In dat geval dient er toestemming aan de Aw te worden gevraagd en zal in eerste aanleg ook worden beoordeeld of de financiële continuïteit dermate in het geding is dat zelfs externe financiers geen lening wensen te verstrekken. Echter, indien een woningcorporatie de volkshuisvestelijke opgave, zowel het DAEB als niet-DAEB, niet meer kan uitvoeren, kan een andere woningcorporatie deze gehele volkshuisvestelijke taakstelling overnemen door ook een deel van de interne lening over te nemen? Of moet hiervoor een externe financiering bij een commerciële bancaire instelling voor worden aangetrokken?

3.3 Deelconclusie

In beginsel zou gezien de maatschappelijke positie van een woningcorporatie bij een activa/passiva transactie alleen het DAEB vastgoed en bijbehorende geborgde WSW leningen kunnen worden overgenomen. Vanuit een theoretisch perspectief zou conform de herziene woningwet het niet-DAEB bezit immers aan marktpartijen dienen te worden aangeboden. Nu heeft de minister van BZK de markttoets vanaf 2021 tijdelijk buiten werking gesteld, waardoor toestemming in dat kader van de Aw tijdelijk niet noodzakelijk is. Dat maakt verkoop van niet-DAEB bezit aan een collega woningcorporatie aanzienlijk eenvoudiger. Het behoud van de sociale woningvoorraad, en tevens middenhuur woningen is mede gezien de schaarste hiervan voor gemeenten van groot belang, mede doordat woningcorporaties meer doen om de leefbaarheid in kwetsbare wijken op pijl te houden dan marktpartijen. Ook zijn gemeenten sceptisch wanneer een woningcorporatie vastgoed verkoopt aan marktpartijen omdat financieel rendement bij marktpartijen de bovenhand voert en dit conflicteert met maatschappelijke (gemeentelijke) afwegingen. Bij een activa/passiva transactie kan in beginsel een overname van niet-DAEB vastgoed niet worden geborgd door het WSW. Dat maakt overname van leningen lastig. Hierop zijn uitzonderingen: zo is hebben de Aw en het WSW in het geval van saneringscorporatie Vestia erkent dat er een aantal gemeenten zijn waarbij Vestia onvoldoende invulling kan geven aan de volkshuisvestelijke opgave en heeft

een bestuurlijk regisseur, de heer Karakus, mogelijkheden verkent om te komen tot een vastgoedtransactie tussen woningcorporaties waar zowel het DAEB als het niet-DAEB vastgoed van Vestia in een gemeente aan een of meerdere woningcorporaties wordt verkocht. Dit kan worden gezien als het overnemen van de gehele 'volkshuisvestelijke taak'. In dat geval wordt ook het niet-DAEB bezit overgenomen. Maar hoe verhoudt zich dat tot de WSW geborgde leningen die worden overgenomen bij een activa/passiva transactie?

Op basis van hoofdstuk 2 (Institutioneel kader) en hoofdstuk 3 (Theoretisch kader) kunnen voor een activa/passiva transactie de volgende actoren en factoren worden bepaald, welke van invloed zijn bij de totstandkoming ervan. Vanuit dit perspectief is het tevens van belang om in ogenschouw te houden dat het volkshuisvestelijk belang, en de taakstelling van een verkopende woningcorporatie in een bepaalde gemeente niet meer kan worden uitgevoerd, of de focus om moverende redenen op andere kerngemeenten valt.

Actoren:	Factoren:
• Woningcorporaties	• Herziene Woningwet 2015 (incl. aanvullende wetgeving)
• Autoriteit woningcorporaties / WSW	• Tekort betaalbare sociale huurwoningen
• Gemeenten	• Tekort middenhuur woningen
• Huurders	• Historisch lage rentestanden
• Ministerie van BZK	• Volkshuisvestelijk opgaven versus beschikbare middelen
• Kredietverstrekkers	• Historisch hoge vastgoedprijzen

De hiervoor benoemde actoren en factoren zullen als uitgangspunt dienen voor hoofdstuk 4 (Methodologisch kader) en hoofdstuk 5 (Empirie).

Hoofdstuk 4 – Methodologisch kader

In dit hoofdstuk staat het methodologisch kader centraal, ofwel de opzet van de toetsing aan de empirie (hoofdstuk 5). De onderzoeksmethodiek en -ontwerp zal worden behandeld alsmede de interviewonderwerpen en de samenstelling van de geïnterviewden.

4.1. Onderzoeksmethodiek

Een verkenning van verschillende actoren, de methodiek van een activa/passiva transactie en verschillende ontwikkelingen op dit onderzoeksgebied maakt de vorming van een veronderstelling of theorie mogelijk. In de voorgaande hoofdstukken 2 en 3, waarbij reeds het institutioneel en theoretisch kader zijn behandeld, is de verkenning gedaan door middel van literatuuronderzoek, wetenschappelijke publicaties en rapporten van toezichthouders en adviesbureaus ('bureau-onderzoek'). Bij de toetsing aan de empirie zal gebruik worden gemaakt van een aangepaste Delphi methodiek. Dit is een gestructureerde vorm van groepsinterview, waarbij aan individuele deelnemers, veelal experts, een of meerdere vragen worden voorgelegd met het verzoek om hierop schriftelijk of per e-mail te reageren. Bij de Delphi methode worden experts geconfronteerd met elkaars standpunten en kennis. Hierbij is een belangrijke doelstelling om te komen tot een zo groot mogelijke consensus. Over het algemeen beperkt de Delphi methode zich tot een of twee sessies. De Delphi methode is op vele manieren op te zetten (Baarda, 2005).

4.2 Onderzoeksontwerp

Door de impact van COVID-19 is er voor dit onderzoek voor geopteerd om de verschillende experts individueel digitaal te interviewen en een aantal stellingen voor te leggen. Deze stellingen kunnen worden beantwoord door middel van een 'likert-schaal' (*helemaal eens – eens – neutraal – oneens – helemaal oneens*) met toelichting voor de geopteerde keuze. Als leidraad voor de interviews wordt gebruik gemaakt van een semigestructureerde vragenlijst. Het voordeel ten opzichte van een gestandaardiseerde vragenlijst is dat er meer ruimte ontstaat voor interpretatie. De thema's en volgorde van de stellingen ligt vast. In het semigestructureerde interview wordt doorgevraagd naar achterliggende meningen, opvattingen en argumenten. De mate van consensus op de verschillende vragen wordt na de eerste ronde bepaald op basis van het gemiddelde en de afwijking ten opzichte van het gemiddelde. Een beperkte afwijking duidt op consensus, een relatief grote afwijking duidt op ontbreken van consensus. Over thema's waar consensus over is worden in de 2^e ronde niet meer behandeld (Kuijk, 2020). In de 2^e ronde zullen de experts geanonimiseerd per e-mail worden gevraagd om argumenten van andere experts door te nemen en hun eigen argumenten mogelijk te heroverwegen. Vervolgens zullen de resultaten worden verwerkt. De resultaten, uitspraken en meningen zullen worden geanonimiseerd en zullen niet terug te herleiden zijn naar de experts.



4.3 Interviewonderwerpen

Het krachtenveld van een woningcorporatie is complex. Er zijn meerdere belanghebbenden en de opgave is groter dan de beschikbare middelen. Dit maakt een goede maatschappelijke afweging van keuzes des te belangrijker. De belangrijkste actoren en factoren die betrokken zijn bij een activa/passiva transactie zijn in meer of mindere mate reeds in hoofdstuk 2 en hoofdstuk 3 voorgesteld. Op basis hiervan zijn 6 actoren en 6 factoren geselecteerd voor de verschillende vraagstellingen aan de expertgroep:

Actoren:	Factoren:
• Woningcorporaties	• Herziene Woningwet 2015 (incl. aanvullende wetgeving)
• Autoriteit woningcorporaties / WSW	• Tekort betaalbare sociale huurwoningen
• Gemeenten	• Tekort middenhuur woningen
• Huurders	• Historisch lage rentestanden
• Ministerie van BZK	• Volkshuisvestelijk opgaven versus beschikbare middelen
• Kredietverstrekkers	• Historisch hoge vastgoedprijzen

Dit leidt tot de volgende 7 stellingen als leidraad voor de interviews:

- 1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn;
- 2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt;
- 3) De 'marktwaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties;
- 4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties;
- 5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie;
- 6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie;
- 7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

4.4 Expertgroep

Bij het gebruik van de aangepaste Delphi methodiek bestaat de expertgroep uit een aantal individuele personen met relevante kennis en/of ervaring met het onderwerp en/of de woningmarkt. Op basis van de behandelde actoren in het institutionele kader is gekozen voor de volgende experts:

Expertgroep (in alfabetische volgorde)

- De heer M. van Baardewijk - Treasurer Vestia;
- De heer J. Conijn – Directeur Finance Ideas / Emeritus Hoogleraar Woningmarkt;
- De heer H. Karakus - Directeur Platform31 / Bestuurlijk regisseur voor woonopgave Vestia-gemeenten
- De heer F. van Kuppeveld - Wethouder Gemeente Pijnacker-Nootdorp;
- De heer J. Schudde - Directeur Financiën Staedion;
- De heer G.J. Weiman - Teamleider Accounts WSW.

Om inzicht te geven in de kwaliteit van het expertgroep en daarmee de betrouwbaarheid van de resultaten is in bijlage 2 een korte beschrijving opgenomen van de experts.

4.5 Proces empirisch onderzoek

In de maanden december 2020 en januari 2021 hebben de individuele gesprekken met de leden van de expertgroep plaatsgevonden. In verband met de 'lock-down' in Nederland door de COVID-19 pandemie en richtlijnen van het RIVM om zoveel als mogelijk thuis te werken, hebben de gesprekken 'online' via Microsoft Teams plaatsgevonden. Na het uitwerken van de verschillende gespreksverslagen en ingenomen stellingen is eind januari 2021 separaat naar ieder lid van de expertgroep een e-mail verstuurd waarbij is aangegeven voor welke stellingen er geen consensus is bereikt, en de beweegredenen van de verschillende keuzes en opvattingen door de experts. Op basis hiervan is de mogelijkheid geboden om de mening te herzien.

4.5.1 Verloop 'Delphi Expert Ronde' (1e ronde)

In de 1^e ronde zijn individuele interviews gehouden met de leden van de expertgroep. Hierbij zijn de 7 gestructureerde stellingen als uitgangspunt en 'leidraad' gebruikt. Iedere stelling is kort geïntroduceerd door de onderzoeker waarbij na afronding gevraagd is om een antwoord te geven aan de hand van een 'likert-schaal'. De impressie van de onderzoeker is dat, ondanks het feit dat de interviews digitaal hebben plaatsgevonden, deze in een goede sfeer zijn afgenomen met voldoende diepgang. En tevens dat het niet heeft geleid tot kwalitatief mindere interviews. Naast de 7 stellingen zijn door de onderzoeker aan de verschillende experts additioneel niet-gestructureerde vragen gesteld op het gebied van het vakgebied waarin de expert actief is. Ook dit heeft zeer bruikbare informatie opgeleverd om te verwerken in het onderzoek. De uitkomsten van de stellingname door de verschillende expert zijn (geanonimiseerd) opgenomen in tabel 14 (paragraaf 5.2).

4.5.2 Verloop 'Delphi Consensus Ronde' (2e ronde)

In de 2^e ronde zijn de stellingen waar geen consensus over is bereikt geanonimiseerd in een individuele e-mail met argumenten voorgelegd aan de verschillende experts. Hierbij is de vraag gesteld om te reflecteren op de eigen stellingname, en of de desbetreffende expert deze wil herzien op basis van tegenargumenten van de overige experts. Van de 6 experts hebben 4 experts gereageerd in de 2^e ronde. Het is de impressie van de onderzoeker dat de reactie per e-mail zakelijker verloopt dan de gevoerde interviews. In 1 geval wilde een expert een aanpassing. Deze is verwerkt in de resultaten in tabel 15 (paragraaf 5.2).

De uitnodiging om deel te nemen aan het expertgroep en een introductie van het onderzoek is opgenomen in bijlage 1. In bijlage 2 is een korte beschrijving opgenomen van de leden van de expertgroep. In bijlage 3 zijn de gespreksverslagen opgenomen van de interviews die met de individuele experts in de 'Delphi Expert Ronde' zijn gehouden. Tot slot is in bijlage 4 de teugkoppeling aan de experts opgenomen met betrekking tot de resultaten uit de 1^e ronde interviews en de stellingen waarbij geen consensus is bereikt.

Hoofdstuk 5 – Empirie

5.1 Introductie

Het krachtenveld van een woningcorporatie is complex. Er zijn meerdere belanghebbenden en de volkshuisvestelijke opgave is groter dan de beschikbare middelen. Dit maakt een goede maatschappelijke afweging in het maken van keuzes door woningcorporaties des te belangrijker. De belangrijkste actoren die betrokken zijn bij een activa/passiva transactie zijn reeds in hoofdstuk 2 bij de introductie van de woningmarkt voorgesteld. In hoofdstuk 3 is ingegaan op de theoretische elementen die van invloed zijn op de financieringskant van een activa/passiva transactie, waaronder de lage rentepercentages. Maar ook andere factoren spelen een belangrijke rol: de complexe wet- en regelgeving, hoge vastgoedprijzen en een tekort aan sociale- en middenhuur woningen. Vanuit die theoretische wetenschap zijn praktijkexperts geselecteerd en zijn stellingen geformuleerd. In de volgende paragraaf zal er door de verschillende experts worden ingegaan op deze stellingen en getracht worden consensus te bereiken. Ook zal er verder in de hoofdstuk in een breder kader worden ingegaan op de methodiek van een activa/passiva transactie vanuit het perspectief van de herziene woningwet.

Actoren:	Factoren:
<ul style="list-style-type: none">• Woningcorporaties	<ul style="list-style-type: none">• Herziene Woningwet 2015 (incl. aanvullende wetgeving)
<ul style="list-style-type: none">• Sectorale instituten: Autoriteit woningcorporaties / WSW	<ul style="list-style-type: none">• Tekort betaalbare sociale huurwoningen
<ul style="list-style-type: none">• Gemeenten	<ul style="list-style-type: none">• Tekort middenhuur woningen
<ul style="list-style-type: none">• Huurders	<ul style="list-style-type: none">• Historisch lage rentestanden
<ul style="list-style-type: none">• Ministerie van BZK	<ul style="list-style-type: none">• Volkshuisvestelijk opgaven versus beschikbare middelen
<ul style="list-style-type: none">• Kredietverstrekkers	<ul style="list-style-type: none">• Historisch hoge vastgoedprijzen

5.2 Stellingen

Stelling 1: In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

Mening	Aantal
Helemaal eens	4
Eens	1
Neutraal	1
Oneens	-
Helemaal oneens	-

Toelichting:

De experts geven een eenduidig beeld. Alle experts zijn het in meer of minder mate eens met de stelling of staan er neutraal in. Een beeld dat naar voren is gekomen uit de verschillende interviews is onder andere:

- Expert 1 (NEUTRAAL) geeft aan dat het weliswaar steeds uitdagender wordt voor kleine woningcorporaties om op adequate wijze invulling te geven aan alle wet- en regelgeving, en dat de kosten hiervan sterk zijn toegenomen afgelopen jaren. Echter, tegelijk is er ook een stroom die de 'menselijk maat' hoog heeft zitten. Grote woningcorporaties zijn steeds meer 'fabrieken';
- Expert 2 (HELEMAAL EENS) is het zonder twijfel helemaal mee eens met deze stelling. De wet- en regelgeving alsmede de verwachtingen die de maatschappij van de woningcorporatiesector heeft is alleen maar toegenomen. Kleine woningcorporaties zijn daarnaast kwetsbaar in 'bemensing'. De noodzakelijke kennis ligt vaak bij een beperkt aantal mensen. De expert is van mening dat fusies tegenwoordig enkel plaatsvinden tussen 'kleine' met 'kleine' woningcorporaties en 'kleine' met 'grote' woningcorporaties. Fusies van 'grote' met 'grote' woningcorporaties vinden, in tegenstelling tot het verleden, niet meer plaats. Hiervoor is het 'systeemrisico' te groot. De expert geeft aan dat het wel een langdurig traject is dat alleen met wederzijdse instemming kan plaatsvinden waar tevens een complex besluitvormingsproces aan ten grondslag ligt;
- Expert 3 (EENS) geeft aan dat de wet- en regelgeving binnen de woningcorporatiesector in vergelijking met de bankensector wel meevalt. Echter, indien een kleine woningcorporatie een professionaliseringsslag wil uitvoeren is deze in een aantal gevallen te klein om de juiste mensen binnen te halen. De expert merkt een trend op dat er steeds vaker 'vriendelijke gesprekken' plaatsvinden tussen kleinere woningcorporaties om onderling op verschillende vlakken de samenwerking op te zoeken;
- Expert 5 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat de 'fusie tendens' er is. Dit komt mede door de invoering van de woningwet en toegenomen regelgeving. Ook het rapport 'Opgaven en Middelen Corporatiesector' zal ertoe leiden dat er een maatschappelijke vraag gaat komen om als dorpscorporatie ook buiten deze grenzen te denken. Dit kan leiden door een toenemende samenwerking tussen (kleine) corporaties en in de verdere toekomst tot meer fusies;
- Expert 6 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat deze trend ook wordt herkent vanuit de empirie, zeker bij woningcorporaties onder de 1.000 verhuureenheden. Het beeld is dat corporaties rond 2.500 verhuureenheden prima aan de volkshuisvestelijke opgave en administratieve verplichtingen kunnen voldoen. De expert vraagt zich af of het uiteindelijk wenselijk is dat deze woningcorporaties zouden verdwijnen. Uiteindelijk is de huidige wet- en regelgeving juist geïnitieerd door 'schandalen' bij grote woningcorporaties, niet bij kleine woningcorporaties.

Stelling 2: Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

Mening	Aantal
Helemaal eens	2
Eens	3
Neutraal	1
Oneens	-
Helemaal oneens	-

Toelichting:

De experts geven een eenduidig beeld. Alle experts zijn het in meer of minder mate eens met de stelling of staan er neutraal in. Een beeld dat naar voren is gekomen uit de verschillende interviews is onder andere:

- Expert 1 (HELEMAAL EENS) geeft aan het liefst het onderscheid tussen DAEB en niet-DAEB te laten verdwijnen en dat het inkomen bepaald waar je kan wonen. Het 'woonverdeelsysteem' is zo ingericht dat er bepaalde groepen mensen buiten de boot vallen. De markt zal over het algemeen geen onrendabele investeringen accepteren. De expert ziet in de toekomst een stelsel komen waarbij er woningcorporaties specifiek voor middenhuur woningen wordt opgericht;
- Expert 2 (EENS) is het eens dat zowel marktpartijen als woningcorporaties het tekort aan middenhuur oppakken. Wel is de constatering dat woningcorporaties enigszins worden beperkt in het oppakken hiervan. De expert geeft aan dat het ideaalbeeld is dat de scheiding DAEB / niet-DAEB verdwijnt. Het levert in de huidige situatie veel administratieve lasten op en creëert een suboptimaal investeringsbeleid binnen woningcorporaties. De expert zou het wenselijk vinden dat de DAEB grens wordt verhoogt zodat het 'middensegment' vanuit de DAEB-tak met WSW geborgde financiering door de woningcorporatiesector kan worden opgepakt. Expert 2 is van mening dat marktpartijen de 'middenhuur' de afgelopen jaren 'beter' hebben opgepakt dan woningcorporaties;
- Expert 4 (NEUTRAAL) is van mening dat als je als woningcorporatie voor de mensen bent die niet in staat zijn om op eigen kracht aan een woning te komen, woningcorporaties er ook dienen te zijn voor middenhuur. Kijkend naar de huidige regelgeving van passend toewijzen is bijna iedereen in Nederland aangewezen op de middenhuur. Echter, ook kijkend naar de huidige woningwet ligt de focus op de sociale huur;
- Expert 5 (HELEMAAL EENS) is van mening dat de markt dusdanig verstoort is dat marktpartijen nagenoeg alleen woningen met een huurprijs van boven de € 1.000,- ontwikkelen. Woningcorporaties hebben daarom zeker een rol en taak om ook middenhuur tot € 1.000,- op te pakken. Ook de noodzakelijke doorstroming van huurders vanuit het sociale segment naar middenhuur is in het geding. Er zijn te weinig woningen in het middenhuur segment waardoor er ook onnodig woningen in het sociale segment 'bezet' worden gehouden door scheefhuurders;
- Expert 6 (EENS) geeft aan het logisch te vinden dat woningcorporaties middenhuur oppakken, want de wet biedt hier voldoende mogelijkheden toe. De expert merkt op dat er een trend waarneembaar is dat woningcorporaties hier meer invulling aan (willen) geven. De wet is wat betreft niet-DAEB redelijk zwart/wit. Er woning met een huur van € 775,- per maand en een BOG-plint zijn beiden niet-DAEB, maar bij het gebruik van de term niet-DAEB wordt over het algemeen door woningcorporaties gedoeld op middenhuur woningen. Het is de perceptie van de expert dat in de huidige tijdsgeest woningcorporaties ten tijde van de invoering van het scheidingsplan te veel niet-DAEB te hebben verkocht/afgestoten. En hier nu spijt van hebben.

Stelling 3: De 'marktwaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

Mening	Aantal
Helemaal eens	-
Eens	2
Neutraal	1
Oneens	-
Helemaal oneens	3

Toelichting:

De experts geven geen eenduidig beeld. Een aantal experts zijn het eens met de stelling en een aantal andere experts zijn het oneens met de stelling. In paragraaf 5.3.3 zal een verdieping plaatsvinden door de argumenten voor de marktwaarde in verhuurde staat ten opzichte van de beleidswaarde als transactieprijs te benoemen. In de 2^e 'Delphi Consensus' ronde zal aan de experts worden voorgelegd om hun mening te herzien op basis van onderstaande argumenten. Een beeld dat verder naar voren is gekomen uit de verschillende (1^e ronde) interviews is onder andere:

- Expert 1 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat de marktwaarde in verhuurde staat de waarde is, die het in de markt waard is. Het gaat met name over de discussie wie de volkshuisvestelijke afslag betaald wanneer er bij een activa/passiva transactie woningen van niet-DAEB wordt teruggeplaatst naar DAEB;
- Expert 2 (NEUTRAAL) geeft aan dat het centrale punt van discussie is wie de volkshuisvestelijke afslag voor zijn rekening neemt bij een vastgoedtransactie tussen woningcorporaties: de koper of de verkoper. Voor beide varianten valt een legitieme argumentatie te benoemen. Het hangt volgens de expert af van de omstandigheden waarin koper en verkoper zich bevinden. Zo kan er een omstandigheid zijn waardoor koper of verkoper niet in staat is om meer dan beleidswaarde te betalen omdat bijvoorbeeld de financiële ratio's het niet toelaten en het anders ten koste zou gaan van de reeds bestaande volkshuisvestelijke opgave van een kopende woningcorporatie;
- Expert 3 (EENS) geeft aan dat bij een onderlinge transactie tussen woningcorporaties de marktwaarde in verhuurde staat een te hoog bedrag is. Er wordt immers tegen lagere huren dan in de markt gebruikelijk geëxploiteerd;
- Expert 4 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat de marktwaarde in verhuurde staat als verkoopprijs te laag is, vanuit het perspectief van verkoper. Indien er een veiling zou worden gehouden is een hogere transactieprijs in de huidige markt realistisch. Echter, dan zou het vastgoedbezit hoogstwaarschijnlijk aan een marktpartij worden verkocht. Een kopende woningcorporatie betaald over het algemeen niet meer dan de marktwaarde;
- Expert 6 (HELEMAAL ONEENS) merkt op dat er binnen de woningcorporatiesector enerzijds een 'stroming' is die 'denkt' in beleidswaarde en anderzijds een 'stroming' die 'denkt' in marktwaarde in verhuurde staat. Als de beleidswaarde het vertrekpunt is compliceert dat het slagen van een activa/passiva transactie. De expert geeft voorts aan dat marktwaarde in verhuurde staat een prima prijs is omdat het vastgoed ook een (markt)waarde reflecteert aangezien het vastgoed blijft staan en een waarde vertegenwoordigt. Bij nieuwbouw speelt deze discussie niet, anders zal een aannemer niet starten met bouwen. Dan wordt er door een woningcorporatie vaak 'gewoon' gebouwd, ook al is er sprake van een onrendabele top op beleidswaarde.

Stelling 4: De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.

Mening	Aantal
Helemaal eens	4
Eens	2
Neutraal	-
Oneens	-
Helemaal oneens	-

Toelichting:

De experts geven een eenduidig beeld. Alle experts zijn het (helemaal) eens met de stelling. Een beeld dat naar voren is gekomen uit de verschillende interviews is onder andere:

- Expert 2 (HELEMAAL EENS) ziet het, aannemende dat het rentepercentage voor een lange tijd wordt vastgezet, als een gemiste kans van woningcorporaties om niet meer te investeren. Daarentegen merkt de expert op dat investeringen van woningcorporaties tegen steeds lagere rendementen plaatsvinden. Investerings zorgen in veel gevallen tot een verslechtering van de financiële ratio's. Zolang die ruimte er is kan het, maar op lange(re) termijn zorgt dit voor een uitholling van het verdienmodel;
- Expert 3 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat de lage rentepercentages weliswaar ervoor zorgt dat je meer kan bouwen of aankopen, maar dat dit in zijn algemeenheid in Nederland niet gebeurt is door andere zaken: gebrek aan locaties, gemeenten en provincies die tegenwerken, stikstof- en PFAS problematiek, etc;
- Expert 4 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat het een kans is om extra te investeren, maar het moet ook mogelijk zijn qua financiële ratio's voor een woningcorporatie. De expert geeft tevens aan dat er daarnaast meer speelt dan alleen aankoop en nieuwbouw van de huurwoningen. Ook bijvoorbeeld de grote verduurzamingsopgave en groot onderhoud;
- Expert 5 (EENS) is het hiermee eens, maar is wel van mening dat gezien het veranderende politieke speelveld het gebruik van scenarioanalyses wel van belang is. En de vraag is tevens of naar de toekomst toe de rentelasten nog kunnen worden opgebracht. Het vastzetten voor een lange periode van de rente is dan ook wel van belang.;
- Expert 6 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat dit zeker het geval is. Woningcorporaties merken dat gelijk in gunstigere kasstromen. De expert merkt op dat over het algemeen woningcorporaties wel kansen hebben laten liggen, al zijn er ook woningcorporaties die juist hebben geprofiteerd van de lage rente en het bijkomende 'hefboomeffect' in de leningportefeuille. Tot slot merkt de expert op dat ondanks de druk op de kastroom door de invoering van de verhuurderheffing, etc. er afgelopen jaren op sectoraal niveau wel netto is afgelost op de totale WSW geborgde portefeuille.

Stelling 5: Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.

Mening	Aantal
Helemaal eens	3
Eens	3
Neutraal	-
Oneens	-
Helemaal oneens	-

Toelichting:

De experts geven een eenduidig beeld. Alle experts zijn het (helemaal) eens met de stelling. Een beeld dat naar voren is gekomen uit de verschillende interviews is onder andere:

- Expert 1 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat het een van de alternatieven is. Het is niet altijd het beste alternatief. Dit is situationeel afhankelijk van de (financiële) positie van zowel de kopende als de verkopende woningcorporatie;
- Expert 2 (EENS) – Een belangrijke randvoorwaarde is hierbij voor deze expert dat het ‘liquiditeit technisch’ geen belemmering dient op te leveren. De expert merkt op dat bij een activa/passiva transactie de loan-to-value minder wordt belast, en aangezien dit de meest knellende financiële ratio is binnen de woningcorporatiesector biedt dit kansen;
- Expert 3 (HELEMAAL EENS) denkt dat het een prima alternatief kan zijn, niet alleen voor de koper, maar ook voor de gehele woningcorporatiesector. De expert geeft aan dat door de aanwezigheid van specifieke financiële ratio's waaraan dient te worden voldaan juist een activa/passiva transactie situationeel interessanter kan zijn vergeleken met twee commerciële partijen die een vastgoedtransactie doen;

Expert 5 (EENS) is het hiermee eens. Het element dat er door middel door het mede overnemen van een deel van de interne lening maakt de overname door middel van een activa/passiva transactie zeer interessant. Er worden bij het overnemen van een gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) verhoudingsgewijs veel WSW geborgde leningen overgenomen;

- Expert 6 (EENS) merkt op dat er binnen de woningcorporatiesector toch enige ‘angst’ zit op het overnemen van ‘dure’ leningen. Vanuit toezichhoudend perspectief kan een activa/passiva transactie een goed alternatief zijn omdat er bij verkoop op traditionele wijze bij een verkopende woningcorporatie wel een alternatief moet zijn wat deze met de inkomende kasstroom gaat doen. De aankoop en nieuwbouw van vastgoed door woningcorporaties lukt door een schaarste aan bouwplannen en locaties vaak niet.

Stelling 6: Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.

Mening	Aantal
Helemaal eens	-
Eens	-
Neutraal	-
Oneens	3
Helemaal oneens	3

Toelichting:

De experts geven een eenduidig beeld. Alle experts zijn het (helemaal) eens met de stelling. Een beeld dat naar voren is gekomen uit de verschillende interviews is onder andere:

- Expert 1 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat een traditionele transactie en een activa/passiva transactie enkele beschikbare alternatieven zijn om te komen tot een vastgoedtransactie. Wat het beste is alternatief is, is situationeel afhankelijk van de (financiële) positie van zowel de kopende als de verkopende woningcorporatie. Het een is derhalve niet per definitie altijd beter dan het andere;
- Expert 2 (ONEENS) geeft aan dat indien het een woningcorporatie betreft waarbij de loan-to-value de knellende factor is, een activa/passiva transactie een betere variant is dan het doen van een traditionele transactie. Hierbij geeft de expert aan dat het liquiditeitsbeslag wel hoger ligt dan bij een traditionele transactie in het licht van de huidige lage rentepercentages;
- Expert 4 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat momenteel het afkopen van leningen als zeer ongunstig wordt ervaren omdat kredietverstrekkers voor zeer gunstige rentetarieven liquiditeiten kunnen aantrekken bij de Europese Centrale Bank (ECB). Er wordt dan ook bij het prematuur aflossen van een lening een relatief hoge marktwaarde van leningen gehanteerd wat aflossen onaantrekkelijk maakt en daarmee een traditionele transactie ook in tegenstelling tot een activa/passiva transactie. Bij laatstgenoemde raakt een saneringscorporatie marktwaarde aan leningen kwijt zonder dure afkoopkosten. Tot slot wordt aangegeven dat het voor niet saneringscorporaties de vraag is wat verkopende woningcorporaties willen doen met de inkomende liquiditeiten indien er wordt gekozen voor een traditionele transactie;
- Expert 6 (ONEENS) geeft aan dat woningcorporaties doen aan 'continu financiering'. Door een goede spreiding van de leningportefeuille is renterisico al goed verdeeld over looptijden. Boekhoudkundig zorgt een activa/passiva transactie wel voor enige complexiteit door het afboeken van een (dis)agio over de resterende looptijd van de overgenomen lening(en). In het geval van een saneringscorporatie wordt het risicoperspectief weliswaar kleiner door het aflossen van leningen, maar in dat geval is er ook vastgoed uit de sector gevloeid (indien verkoop aan een marktpartij) maar wordt er acuut met een hoge boeterente aan banken afgelost waardoor er middelen uit de sector vloeien. Daarentegen kunnen bij een activa/passiva transactie, tussen woningcorporaties onderling, de kasstromen behouden blijven binnen de sector en tevens het totale sectorale risicoprofiel verbeteren.

Stelling 7: De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

Mening	Aantal
Helemaal eens	3
Eens	-
Neutraal	1
Oneens	1
Helemaal oneens	1

Toelichting:

De experts geven geen eenduidig beeld. Een aantal experts zijn het helemaal eens met de stelling en een aantal andere experts zijn het oneens met de stelling. In de 2^e 'Delphi Consensus' ronde zal aan de experts worden voorgelegd om hun mening te herzien op basis van onderstaande argumenten. Een beeld dat verder naar voren is gekomen uit de verschillende (1^e ronde) interviews is onder andere:

- Expert 1 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat het niet te maken heeft met het behoud van sociale voorraad, maar dat het in het geval van een saneringscorporatie een financiële kwestie is. In het geval van saneringscorporatie Vestia was het doel om met de verkoop leningen af te lossen;
- Expert 2 (NEUTRAAL) geeft aan dat bij zowel een traditionele transactie als een activa/passiva transactie de sociale woningvoorraad behouden blijft binnen de woningcorporatiesector en dat er geen verschil in zit en/of meerwaarde levert;
- Expert 3 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat juist woningcorporaties, doordat er niet wordt gestreefd naar winstmaximalisatie, zich extra inzet voor de leefbaarheid. De samenwerking tussen bijvoorbeeld een gemeente en een woningcorporatie is van meerwaarde, en het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector is zeker van toegevoegde waarde. Een activa/passiva transactie is hierbij een middel om dit te realiseren;
- Expert 4 (ONEENS) geeft aan dat het voordeel vooral zit in het voorkomen van het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen en niet zozeer in het behoud van de sociale woningvoorraad. Het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen ligt volgens de expert op het gebied van het acuut afrekenen van de contante waarde van het renteververschil en specifiek ook het verschil tussen de inkoop- en verkoopcurve van de renteyield;
- Expert 5 (HELEMAAL EENS) - Juist om structureel de laagste inkomensgroepen te kunnen blijven bedienen is juist het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector een meerwaarde. Marktpartijen zullen hier veelal op korte of lange termijn aan gaan tornen om rendement te behalen;
- Expert 6 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat dit het geval is, maar dat dat niet alleen voor een activa/passiva transactie geldt, maar in transacties in zijn algemeenheid tussen woningcorporaties.

Samenvattend kan op basis van de 'Delphi Expert Ronde' (1^e ronde) met de expertgroep het volgende worden geconcludeerd:

	Stelling 1	Stelling 2	Stelling 3	Stelling 4	Stelling 5	Stelling 6	Stelling 7
Expert 1	N	HE	HO	E	HE	HO	HO
Expert 2	HE	E	N	HE	E	O	N
Expert 3	E	E	E	HE	HE	HO	HE
Expert 4	HE	N	HO	HE	HE	HO	O
Expert 5	HE	HE	E	E	E	O	HE
Expert 6	HE	E	HO	HE	E	O	HE
Consensus	JA	JA	NEE	JA	JA	JA	NEE

Tabel 14: resultaten na 'Delphi Expert Ronde' (1^e ronde)

toelichting: helemaal eens: HE / eens: E / neutraal: N / oneens: O / helemaal oneens: HO

Naar aanleiding van bovenstaande uitkomsten kan worden geconcludeerd dat er wat betreft stelling 1, 2, 4, 5 en 6 er consensus is. Bij stelling 3 en 7 zijn er binnen de expertgroep meerdere experts met afwijkende opinies. Na de stellingen waarover geen consensus is bereikt te hebben teruggelegd bij de verschillende experts ('Delphi Consensus Ronde' - 2^e ronde) kan het volgende worden geconcludeerd:

	Stelling 1	Stelling 2	Stelling 3	Stelling 4	Stelling 5	Stelling 6	Stelling 7
Expert 1	N	HE	HO	E	HE	HO	HO
Expert 2	HE	E	N	HE	E	O	N
Expert 3	E	E	E	HE	HE	HO	HE
Expert 4	HE	N	HO	HE	HE	HO	E
Expert 5	HE	HE	E	E	E	O	HE
Expert 6	HE	E	HO	HE	E	O	HE
Consensus	JA	JA	NEE	JA	JA	JA	NEE

Tabel 15: resultaten na 'Delphi Consensus Ronde' (2^e ronde)

toelichting: helemaal eens: HE / eens: E / neutraal: N / oneens: O / helemaal oneens: HO

De experts geven de volgende toelichting in de 2^e ronde:

Expert 1 (GEEN AANPASSINGEN) - De expert geeft in een korte toelichting aan dat bij stelling 3 niet de transactievorm waarde bepalend is. De uitkomst is dat het een onrendabel deel oplevert. De vraag is wie dat gaat betalen? De koper of de verkoper, als men het vastgoedbezit sociaal wil behouden. Een sociale huurwoning is altijd onrendabel. De vraag kan worden gesteld waarom dit voor nieuwbouw wel wordt geaccepteerd en niet voor bestaande woningen die worden overgenomen? Met betrekking tot stelling 7 geeft de expert aan of deze stelling wel helder genoeg is. De activa/passiva portefeuille wordt gewaardeerd, en overname vindt plaats op basis van de waarde van de te overnemen woningportefeuille. De koppeling met sociale woningvoorraad scheidt verwarring. Het uitgangspunt is de marktwaarde in verhuurde staat.

Expert 2 (GEEN AANPASSINGEN)

Expert 3 (GEEN AANPASSINGEN)

Expert 4 (AANPASSING STELLING 7 - VAN ONEENS NAAR EENS) – De expert geeft aan dat bij stelling 3 de marktwaarde in verhuurde staat als men het zuiver bekijkt de uitkomst van de onderhandeling tussen twee onafhankelijke, weldenkende en zakelijke partijen zou moeten zijn, en niet het vooropgezette startpunt. Dat een kopende woningcorporatie bij een (zeer) sociaal exploitatiebeleid die marktwaarde niet kan realiseren is een andere discussie. De expert is het eens met expert 6 waarbij is aangegeven dat ook bij nieuwbouw "gewoon" de prijs betaald die ervoor staat (abstraherend overigens van eventuele kortingen op grondprijs e.d.). De expert geeft bij stelling 7 aan de stellingname te willen herzien van ONEENS naar EENS. De expert heeft initieel 'oneens' aangegeven omdat het grote voordeel zit in het niet weglekken van volkshuisvestelijk vermogen. Maar met dezelfde argumentatie kan er ook "eens" wordt ingenomen, omdat door het niet weglekken van volkshuisvestelijk vermogen de transactie wellicht gedaan kan worden, terwijl het anders niet mogelijk was geweest. Oftewel: de

verkoopprijs in 'cash' had aanmerkelijk hoger moeten zijn om voor de verkopende partij onder aan de streep hetzelfde resultaat op te leveren. Afhankelijk van de vraag of een commerciële marktpartij dan die hogere prijs had willen betalen (en hoe veel hoger die prijs zou moeten hebben gelegen) kan men beargumenteren dat doordat de transactie in de vorm van een activa/passiva transactie gaat in plaats van in een 'cash plus aflossing' een transactie tussen woningcorporaties onderling gemaakt kon worden in plaats tussen woningcorporatie en marktpartij.

Expert 5 (GEEN AANPASSINGEN)

Expert 6 (GEEN AANPASSINGEN) – De expert geeft bij stelling 3 aan dat indien woningcorporaties een opgave zien hij dat beschouwd als een korting op de marktwaarde, met marktwaarde als vertrekpunt. De expert is niet tegen een socialere prijs, maar dan wel volgens die gedachtelijn. Bij stelling 7 valt het de expert op dat expert 2 dezelfde toelichting geeft, maar dit tot neutraal leidt.

Op basis van de toelichtingen dan worden gesteld dat er geen consensus is gevonden bij stellingen 3 en 7, maar dat er bij beide stellingen ruimte is voor interpretatie van de stelling. Er kan worden geconcludeerd dat bij de lezing van de argumentatie de verschillen niet zo groot zijn als de gerealiseerde verschillen in de 'likert-schaal' suggereren. Tevens is de constatering dat er slechts één expert een mening heeft herzien, hieruit is een bepaalde stelligheid te constateren ondanks de ruimte voor interpretatie van de stelling(en).

5.3 Bevindingen vanuit de praktijkinterviews

Tijdens de verschillende interviews zijn 7 stellingen voorgelegd aan de experts. Daarnaast zijn tijdens deze interviews ongestructureerde vragen gesteld aan de experts over de activa/passiva methodiek. In deze volgende paragraaf zullen de resultaten van de stellingen, opmerkingen vanuit de expertgroep en beantwoording van de ongestructureerde vragen worden behandeld. Op basis hiervan zijn verschillende bevindingen geconstateerd. In de volgende sub-paragrafen zal hier verder op worden ingegaan.

5.3.1 Kleine woningcorporaties

Het is de consensus vanuit de praktijk dat er naar de toekomst toe minder kleine woningcorporaties actief zullen zijn. Dit wordt onderschreven door een afname van het aantal deelnemers van het WSW en verschillende sectorale rapportages. Het is de verwachting dat dit ook in de toekomst voornamelijk door fusies zal plaatsvinden. De complexe wet- en regelgeving, alsmede de verwachtingen die de maatschappij van de woningcorporatiesector heeft is alleen maar toegenomen. Kleine woningcorporaties zijn daarnaast kwetsbaar in 'bemensing'. De noodzakelijke kennis ligt vaak bij een beperkt aantal mensen. Vanuit de praktijk wordt reeds de trend geconstateerd dat kleine woningcorporaties in steeds verdere mate samenwerking met elkaar zoeken. Ook het gebruik van activa/passiva transacties wordt gezien als een interessante methodiek om een gedeeltelijke fusie tussen woningcorporaties te realiseren.

5.3.2 Investerings in sociale- en middenhuur

Binnen de expertgroep leeft het beeld dat zowel marktpartijen als woningcorporaties het tekort aan middenhuur dienen op te pakken. Waar marktpartijen afgelopen jaren veel woningen hebben gerealiseerd in het huursegment boven duizend euro per maand, hebben woningcorporaties zich gefocust op hun kerntaak: huurwoningen tot de liberalisatiegrens. Er wordt geconstateerd dat woningcorporaties door de herziene woningwet afgelopen jaren zijn beperkt in het oppakken hiervan. Het is de verwachting dat het buitenwerkingstellen van de markttoets (zie kader) woningcorporaties gaat helpen om meer woningen in het middenhuur segment te creëren. Vanuit de expertgroep leeft tevens het beeld dat nog verdere versoepeling van wet- en regelgeving kan bijdragen aan het verder oppakken van middenhuur door woningcorporaties. Suggesties hierbij zijn onder andere het verhogen van de DAEB-grens zodat het 'middensegment' vanuit de DAEB-tak met WSW geborgde financiering door de woningcorporatiesector kan worden opgepakt. In algemeenheid is de consensus dat marktpartijen de 'middenhuur' de afgelopen jaren beter hebben opgepakt dan woningcorporaties, en laatstgenoemde verhoudingsgewijs relatief weinig heeft geïnvesteerd in nieuwbouwprojecten, ook in de DAEB-tak. Dit wordt

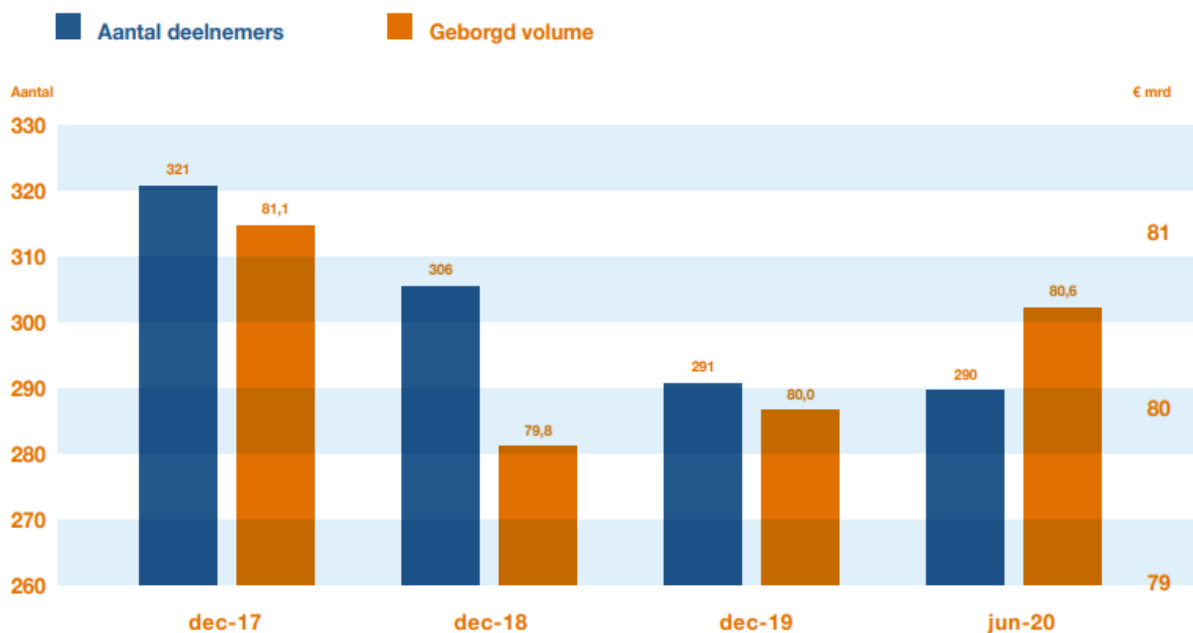
volgens de experts onderschreven door het feit dat de geborgde WSW leningportefeuille van de gehele woningcorporatiesector afgelopen jaren slechts marginaal is toegenomen (zie figuur 16). Als mogelijke oorzaken voor deze achterblijvende ontwikkeling wordt hierbij onder andere genoemd: 1) weinig grondposities in bezit woningcorporaties; 2) woningcorporaties hebben geen aparte ontwikkelmaatschappijen; 3) het rendement is in veel gevallen laag, waardoor het besluitvormingsproces lastig verloopt.

Buitenwerkingsstelling markttoets (artikel 44c Woningwet)

Woningcorporaties moesten zich van het vorige kabinet vooral richten op hun kerntaak: sociale huurwoningen bouwen. Het hogere huursegment, tussen 700 en 1.000 euro, was in eerste instantie voor de vrije markt. Corporaties mochten in principe wel middenhuur bouwen op nieuwe grond, maar daarvoor moest de gemeente eerst een marktverkenning doen om te onderzoeken of private marktpartijen die woningen niet wilden bouwen. In de praktijk betekende de markttoetseis dat corporaties helemaal niet meer bouwden voor middenhuur, omdat de gemeentelijke procedure vrijwel nooit werd opgestart. In de tussentijd is er een groot tekort ontstaan aan middenhuurwoningen; de vraag groeit harder dan het aanbod. Om de bouw van die woningen aan te jagen, wordt de markttoets voor drie jaar buiten werking gesteld. Dat betekent dat woningcorporaties meer middenhuur kunnen bouwen. Openbare publicatie (de marktverkenning) van deze bouwplannen is in deze tussenperiode niet nodig. Het is voldoende als corporaties hun plannen opnemen in openbare stukken. Denk aan prestatieafspraken, dPi en het jaarverslag. Omdat een dPi voor vijf jaar geldt, kunnen corporaties plannen ontwikkelen voor niet-DAEB-woningen voor de komende acht jaar, zónder dat ze zijn gebonden aan de markttoets. Corporaties doen er dus goed aan nu al niet-DAEB-woningen op te nemen in hun dPi.

Bron: Aedes, december 2020

De experts zien het als een gemiste kans van woningcorporaties om niet meer te investeren. Daarentegen wordt wel opgemerkt dat investeringen van woningcorporaties tegen steeds lagere rendementen plaatsvinden. Investerings zorgen in veel gevallen tot een verslechtering van de financiële ratio's. Zolang de financiële ruimte er is kan het, maar op lange(re) termijn zorgt dit voor een uitholling van het verdienmodel. Het hoofdrapport 'Opgaven en Middelen Corporatiesector' (BZK, 2020) onderschrijft dat investeringen grotendeels onrendabel zijn en leidt tot een verslechtering van de loan-to-value op basis van beleidswaarde. Dit zet het duurzaam verdienmodel van de woningcorporatie onder druk en kan mede als reden worden gezien waarom er minder in nieuwbouw wordt geïnvesteerd dan marktpartijen. Vanuit het perspectief van een kopende woningcorporatie kan er door middel van een activa/passiva transactie bezit worden toegevoegd aan de vastgoedportefeuille wat in de huidige tijdgeest op andere manieren lastig is door schaarse grondlocaties, hoge bouwkosten, PFAS & stikstofproblematiek, etc.



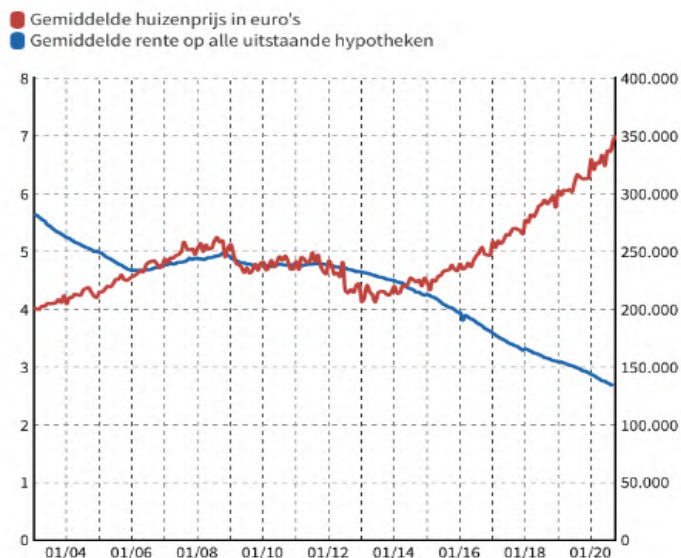
Figuur 16: ontwikkeling aantal WSW deelnemers en geborgd volume (WSW, 2020)

5.3.3 Taakoverdracht tegen marktwaarde in verhuurde staat of beleidswaarde

De afgelopen jaren de vastgoedprijzen (leegwaarden) gestegen tot historisch hoge waarden (CBS, 2020). Volgens De Nederlandsche Bank is uit onderzoek gebleken dat de financieringsmogelijkheden een belangrijker invloed heeft gehad op de vastgoedprijzen dan de krapte op de woningmarkt (DNB, 2020)

Huizenprijs vs hypotheekrente

2003 - 2020



Figuur 17: ontwikkeling huizenprijzen versus hypotheekrente (NRC, 2020)

Woningcorporaties gaan bij de berekening van de vastgoedwaarde niet uit van leegwaarde van vastgoed, maar boekhoudkundig van de marktwaarde in verhuurde staat, en voor de berekening van de financiële ratio's o.a. tevens van de beleidswaarde. Vraag is of bij een vastgoedtransactie het 'betalen' van de marktwaarde in verhuurde staat niet een te hoge prijs is, in ogenschouw nemend dat bij het overnemen van DAEB bezit er tegen aanzienlijk lagere (sociale) huren wordt exploiteert dan in de markt mogelijk zou zijn indien de woning niet als sociale huurwoning wordt geëxploiteerd.

Volkshuisvestelijke 'taakoverdracht' in Vestia's maatwerkgemeenten

Bij de overname van het Vestia bezit in de verschillende 'maatwerkgemeenten' komt naar voren dat vooral de gehele 'volkshuisvestelijke taak' (zowel DAEB als niet-DAEB activiteiten) door woningcorporaties dient te worden overgenomen. Omdat Vestia afgelopen decennium conform het herstelplan als saneringscorporatie (noodgedwongen) ervoor heeft gekozen om woningen te liberaliseren (van DAEB naar niet-DAEB) is de sociale voorraad, tegen wil en dank van de betrokken maatwerkgemeenten zelf, afgenomen. Daarnaast heeft Vestia afgelopen jaren leeggekomen woningen aan marktpartijen verkocht. In vakjargon wordt dit ook wel 'uitponden' genoemd. Uit verschillende gesprekken komt naar voren dat de belemmerende factor bij de totstandkoming van een koopovereenkomst in de verschillende 'maatwerkgemeenten' tussen kopende en verkopende partijen zit meer in de vraag wie het deficit betaald bij de volkshuisvestelijke afslag bij het terugbrengen van woningen terug van niet-DAEB naar DAEB. Het exploiteren tegen een lagere huur heeft direct impact op de marktwaarde van het vastgoed. Dit is voor de betrokken gemeenten noodzakelijk om te kunnen voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave. Deze volkshuisvestelijke taak dient door overnemende partijen te worden overgenomen, waaronder tevens de (toekomstige) kosten van de verduurzamingsopgave waarbij de woningcorporatiesector als 'vliegwiel' fungeert.

Bij de overname van Vestia's huurwoningen in de maatwerkgemeenten door andere woningcorporaties was met name de vraag wie de volkshuisvestelijke afslag van een deel van de woningen die weer teruggeplaatst zouden worden naar de DAEB-tak voor zijn rekening zou nemen. Immers, Vestia had afgelopen jaren DAEB woningen conform het herstelplan geliberaliseerd (niet-DAEB). Door het terugplaatsen naar de DAEB-tak neemt weliswaar de sociale voorraad in deze gemeenten weer toe, maar de lagere (streef)huren zorgen daarentegen wel voor een lagere beleidswaarde. Waarom is de beleidswaarde niet een veel legitieme transactieprijs? Vanuit de woningcorporatiesector zijn de meningen verdeeld, maar over het algemeen hebben de argumenten om tegen marktwaarde in verhuurde staat te verkopen de overhand.

Argumenten voor verkoop tegen marktwaarde in verhuurde staat vastgoed:

- Activa/passiva transacties worden in het algemeen ingegeven door de omstandigheid dat een verkopende woningcorporatie onvoldoende investerings- en financieringsmogelijkheden heeft aan de volkshuisvestelijke opgave te voldoen. Er is te weinig ruimte voor een maatschappelijke bestemming (afslagen richting beleidswaarde); De verkopende woningcorporatie schiet daarom bij verkoop tegen de lagere beleidswaarde niet veel op;
- De beleidswaarde is niet één waarde, maar afhankelijk van het beleid van de kopende of de verkopende woningcorporatie. De maatschappelijke afslagen zijn daarom arbitrair, en daarmee tevens de transactieprijs. Aan de transactieprijs op basis van marktwaarde in verhuurde staat ligt een onafhankelijk taxatierapport ten grondslag met in de gehele woningcorporatiesector bekende parameters;
- Marktwaarde in verhuurde staat sluit aan met de richtlijnen voor de jaarverslaggeving van de RJ (Raad voor de Jaarverslaggeving). Alternatieven waarderingen bij verkoop tegen andere waarden dan de marktwaarde in verhuurde staat zou daarnaast leiden tot uiterst complexe verantwoordingen van verlies op de boekwaarde (marktwaarde) bij de verkopende woningcorporatie en winsten bij de aankopende woningcorporatie (verschil aankoopbedrag en waardering) in de jaarstukken.

Argumenten voor verkoop tegen beleidswaarde:

- Niet de marktwaarde in verhuurde staat maar de beleidswaarde is de waarde die een kopende woningcorporatie bij exploitatie van het vastgoed terugverdient;
- De financiering van de kopende woningcorporatie hangt hoofdzakelijk af van de beleidswaarde (loan-to-value).

5.3.4 Activa/passiva versus traditionele transactie

Vanuit de expertgroep blijkt dat juist een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rentepercentages een interessant alternatief is ten opzichte van een traditionele transactie. Specifieke elementen die binnen de woningcorporatiesector spelen, waaronder de door Aw/WSW vastgestelde financiële ratio's, maken het ten opzichte van commerciële beleggers interessanter om een activa/passiva transactie te doen dan een traditionele transactie; Het 'uitruilen' van ruimte in de financiële ratio's tussen woningcorporaties is een 'uniek' element dat bij marktpartijen geen argument is. Daar prevaleert het pure 'rendement denken'. Het door de rijksoverheid jaarlijks uitgevoerde onderzoek van de indicatieve bestedingsruimte (IBW) door woningcorporaties laat zien dat met name de loan-to-value op beleidswaarde in de DAEB-tak bij een intensivering van het investeringsprogramma als eerste de meest 'knellende' financiële ratio is. Op basis hiervan kan de conclusie worden getrokken dat bij een activa/passiva transactie de minste 'ruimte' ligt bij de loan-to-value op beleidswaarde.

Beperkende restricties nieuwbouw DAEB		
	2020	2019
ICR	17	24
LTV	212	267
Solvabiliteit	54	6
Dekkingsratio	0	0
WSW (bijzonder beheer of geborgd schuldvolume)	11	15
Totaal	294	312

Figuur 18: Meest 'knellende' financiële ratio per woningcorporatie bij toenemende investeringen (IBW, 2020)

Binnen de woningcorporatiesector is schaalgrootte voor een woningcorporatie een voordeel indien er al een financiële ratio knelt. Bij een transactie met dezelfde nominale waarde heeft de aankoop minder effect op de financiële ratio's van grote corporaties, dan op die van kleine corporaties. Woningcorporaties die een ruime financiële positie hebben zijn beter in staat dit negatieve effect te absorberen, dan woningcorporaties met een

matige financiële positie. Het gedachtegoed dat woningcorporaties in beginsel hun bezit niet verkopen aan 'derden' maakt dat het overnemen van langlopende leningen (soms wel > 30 jaar) logischer is dan dat een commerciële marktpartij dit zou doen.

Om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie is daarnaast tevens een positieve grondhouding van alle betrokken partijen noodzakelijk: Bestuur en Raad van Commissarissen van de verschillende woningcorporaties, huurdersverenigingen, toezichthouders en ook de gemeenten. Vanuit de praktijk blijkt dat laatstgenoemde niet altijd direct financieel (in 'cash') een bijdrage kan leveren, maar dat er wel op andere onderdelen toezeggingen kunnen worden gedaan. Dit kan zijn op het gebied van 1) korting op de grondprijs (sociaal) aan de betrokken woningcorporatie voor toekomstige nieuwbouwprojecten binnen de gemeente; 2) eerste recht voor een woningcorporatie om deel te nemen aan het sociale deel van een toekomstig nieuwbouwproject; 3) meewerken aan het overnemen van de tertiaire achtervangpositie op reeds WSW geborgde leningen; 4) aanpassing van historische afspraken m.b.t. huurbeklemmingen; 5) opheffen van een verkoopverbod door een woningcorporatie. Met name de laatste 2 punten zorgen ervoor dat de marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoedbezit aanzienlijk kan stijgen na het afsluiten van een transactie waardoor een activa/passiva transactie makkelijker tot stand kan komen. Als de relatie tussen een gemeente en een woningcorporatie goed is zal een woningcorporatie niet zonder meer vastgoedbezit verkopen en/of de sociale huren ineens substantieel laten stijgen. Dit zijn allemaal 'papierene' toezeggingen die bij de gemeente niet direct zorgt voor een uitgaande kasstroom, maar een kopende woningcorporatie wel direct voordelen oplevert en daarnaast helpt in het voeren van de dialoog met andere belanghouders om te komen tot een transactie die vervolgens ook voor de gemeente weer voordeel oplevert. Vanuit de expertgroep komt voorts naar voren dat het overdragen van de volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie niet altijd noodgedwongen is zoals in het geval van Vestia. Een woningcorporatie kan ook een strategische afweging maken om de focus te leggen op een bepaalde stad/regio, en daardoor de volkshuisvestelijke taak in niet-kerngebieden willen afstoten aan een andere woningcorporatie.

Vanuit het perspectief van het WSW kan een activa/passiva transactie een goed alternatief zijn omdat er bij verkoop op traditionele wijze bij een verkopende woningcorporatie wel een alternatief moet zijn wat men met de inkomende kasstroom gaat doen. Het aankopen van vastgoed lukt door een schaarste aan bouwplannen en locaties vaak niet. Er worden dan tegen 'dure' marktwaarde van leningen afgelost. In het geval van een saneringscorporatie wordt het risicoperspectief weliswaar kleiner door het aflossen van leningen, maar in dat geval is er ook vastgoed uit de sector gevloeid (indien verkoop aan een marktpartij); Ook wordt er acuut met een hoge boeterente aan banken afgelost waardoor er middelen uit de sector vloeien. Daarentegen kunnen bij een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties onderling, de kasstromen behouden blijven binnen de sector en ook het totale sectorale risicoprofiel verbeteren.

5.4 Methodiek activa/passiva transactie vanuit de praktijk

De keuze over welke leningen over worden genomen van een verkopende woningcorporatie is situationeel bepaald en afhankelijk van de positie van de kopende en verkopende partij. Maar ook de mening van huurdersorganisaties, bestuur en Raad van Commissarissen van de verschillende woningcorporaties is een belangrijk element. Hierbij kan vanuit kopende partijen bijvoorbeeld het standpunt ingenomen dat een potentiële aankoop niet ten koste mag gaan van de huidige, reeds bestaande, volkshuisvestelijke opgave van de woningcorporatie en er te allen tijde dient te worden voldaan aan de bestaande financiële ratio's van Aw/WSW. De leningen die worden overgenomen dienen dan ook te worden geselecteerd op basis van de huidige financiële ratio's van een woningcorporaties. Maar ook of deze passen binnen het risicoprofiel, renterisico en of de looptijd van over te nemen leningen in lijn zijn met de theoretische levensduur van de vastgoedportefeuille. Indien er relatief weinig ruimte is in de loan-to-value op beleidswaarde, of de toekomstige volkshuisvestelijke opgave al voor een groot deel is ingevuld, is het overnemen van zo min mogelijk nominale waarde aan leningen een voordeel. Immers, de loan-to-value op beleidswaarde gaat uit van de nominale waarde aan leningen. Daar staat tegenover dat de over te nemen leningen in dat geval langlopend zijn, en/of de rentepercentages vanuit het perspectief van de huidige rentepercentages historisch zeer hoog zijn wat een beslag legt op de ICR van een kopende woningcorporatie. Echter, indien die ruimte er wel is en er voldoende ruimte resteert om te blijven voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave is dit een interessante verwerkingsvorm. Ook de boekhoudkundige

verwerking in de jaarstukken van de kopende woningcorporatie biedt voordelen. Zo dienen de over te nemen leningen tegen nominale waarde te worden opgenomen, het verschil met de marktwaarde van de leningen dient als '(dis)agio' aan de passiva-kant van de balans te worden opgenomen, en vervolgens te worden afgeschreven over de restant looptijd van de lening. Deze afschrijving wordt in de winst- en verliesrekening opgenomen als rentebate. Deze rentebate compenseert de additionele rentelasten van de overname.

Tot slot is het van belang om het (volkshuisvestelijke) belang van de transactie duidelijk te maken bij de sectorale instituten Aw en WSW. Hierbij is transparantie een belangrijk element en dient te worden voldaan aan minimaal de volgende vereisten, in acht nemend dat artikel 44c per 1 juli 2021 (met terugwerkende kracht per 1 januari 2021) tijdelijk buiten werking is gesteld door de minister van BZK:

- Vereisten ex artikel 44c Woningwet;
- Toelichting op de werkzaamheden;
- Toelichting verklaring van het college van Burgemeester & Wethouders van de betrokken gemeente;
- Algemene bekendmaking van het college van Burgemeester & Wethouders (Woningwet, artikel 44c);
- De zienswijze van WSW op de bedoelde werkzaamheden;
- Toelichting op het rendement van de niet-DAEB-tak (RTiV, artikel 20, lid 1);
- Toelichting op het rendement van de niet-DAEB-tak (RTiV, artikel 20, lid 2);
- Toelichting op de financiering (BTiV, artikel 13);
- Onderbouwing waarborging financiële continuïteit (BTiV, artikel 45 lid 1c).

5.4.1 Overname interne lening

Bij het overnemen van de volkshuisvestelijke taak in onder andere de maatwerkgemeenten wordt naast DAEB, ook niet-DAEB bezit overgenomen welke niet wordt teruggezet naar de DAEB-tak van de kopende woningcorporatie. Dit bezit levert het hoogste financieel rendement op en maakt het de overname van de gehele volkshuisvestelijk taak als woningcorporatie 'draagbaar'. Uit de verschillende interviews komt naar voren dat het alleen overnemen van DAEB bezit zonder niet-DAEB bezit voor kopende woningcorporaties financieel onhaalbaar is. De kasstroom van de niet-DAEB-tak is nodig om in geheel voldoende operationeel resultaat te genereren om ervoor te zorgen dat er geen negatief resultaat na renteaftrek wordt gerealiseerd. Bij de overname van de niet-DAEB activiteiten, welke in de niet-DAEB-tak van een toelaten instelling wordt ondergebracht is het de vraag of er ook een deel van de eenmalig verstrekte interne lening ten tijde van het ingediende scheidingsplan DAEB/niet-DAEB van de verkopende woningcorporatie kan worden overgenomen en meegenomen in de transactie. Dat is inderdaad het geval. Het WSW kijkt bij het beoordelen van de gehele activa/passiva transactie onder andere naar de bedrijfseconomische logica en het risico. Voor het WSW is van belang dat er bij de transactie niet (in)direct niet-DAEB bezit wordt geborgd door de overnemende woningcorporatie. Alleen DAEB bezit mag worden geborgd. Indien de volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie wordt overgenomen waarbij er tevens niet-DAEB wordt overgenomen lost de techniek dit op door het tevens overnemen van een interne lening door de overnemende woningcorporatie. Er kan worden gesteld dat de Autoriteit woningcorporaties afgelopen jaar een precedent heeft geschept cq. 'beleidslijn' heeft geïntroduceerd waarbij er bij het overnemen van een volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie ook een deel van de interne lening kan worden overgenomen. Hierbij is het wel van belang dat bij de taakoverdracht de totale omvang van de interne lening verstrekt vanuit de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak op sectoraal niveau op geen enkel moment nu, en in de toekomst toeneemt. De hoogte van de over te nemen interne lening dient goed uitlegbaar te zijn door de betrokken woningcorporaties.

5.4.2 Faciliterende maatregelen

Vanuit de expertgroep is aangegeven dat het creëren van draagvlak om te komen tot overeenstemming bij het overnemen van Vestia bezit in de maatwerkgemeenten een belangrijke randvoorwaarde was. Naast de mogelijkheid om de gehele volkshuisvestelijke taak over te nemen waarbij tevens 1) het niet-DAEB deel over wordt genomen, 2) een deel van de interne lening van de verkopende woningcorporatie, en 3) een vrijstelling van de t/m 2020 nog bestaande markttoets, zijn verdere faciliterende maatregelen noodzakelijk. De belangrijkste zijn hierbij de reeds in paragraaf 5.3.4 benoemde mogelijkheden die een gemeente kan bieden, maar ook een

vrijstelling voor toekomstig te betalen sectorale heffingen (o.a. sanerings- en/of verhuurdersheffing) en een vrijstelling van de te betalen overdrachtsbelasting. Vanaf 1 januari 2021 bedraagt deze 8% van de transactieprijs voor het aankopen van woningen. Eind 2020 heeft de minister van BZK aangegeven dat er een vrijstelling komt voor de overdrachtsbelasting bij taakoverdrachten saneringscorporatie. Belangrijk is daarbij wel dat het overnamebedrag ten hoogste de waarde mag belopen die 'van rijkswege' wordt voorgeschreven. In deze regeling wordt verduidelijkt hoe, in een situatie waarin financiering niet op projectniveau plaatsvindt maar op bedrijfsniveau (zoals bij woningcorporaties), bij de activa/passiva transactie de passiva naar evenredigheid met de overgedragen activa moeten worden toegerekend aan de overgedragen taak. Dat zowel activa als passiva moeten worden overgedragen is inherent aan de ratio van de vrijstelling voor taakoverdrachten tussen woningcorporaties. De totale overgedragen passiva (en de eventueel door de overnemende woningcorporatie te betalen aanvullende overnamesom) mogen niet hoger zijn dan de voorgeschreven waarde. Als gevolg van deze wijziging vanuit de minister van BZK kunnen taakoverdrachten tussen woningcorporaties in sanering, waaronder de ongeveer 10.000 woningen die door Vestia worden overgedragen aan andere woningcorporaties, worden vrijgesteld van overdrachtsbelasting. Er dient dan wel te worden voldaan aan overige voorwaarden die gelden voor de vrijstelling bij taakoverdracht, zoals de ANBI-status, de volkshuisvestelijke taakoverdracht en de activa/passiva-overdracht. Ook de mogelijkheid om een beroep te doen op taakoverdrachten tussen woningcorporaties in niet-saneringssituaties wordt ruimer. De herziene woningwet (BTiV) zal hiervoor in 2021 voor worden aangepast; Woningcorporaties dienen in dat geval tegen minimaal de beleidswaarde en maximaal marktwaarde verhuurde staat vastgoed over te dragen. Op deze wijze kunnen aankopende woningcorporaties ook in niet-saneringssituaties waarbij sprake is van taakoverdracht gebruik maken van deze vrijstelling. Vanzelfsprekend zal daarvoor ook voldaan moeten zijn aan de eerdergenoemde voorwaarden rondom de ANBI-status, de taakoverdracht en de activa/passiva-overdracht. Corporaties mogen, met vermelding daarvan in het jaarverslag, afwijken van deze hoofdregel. Het BTiV wordt waarschijnlijk per 1 juli 2021 aangepast met terugwerkende kracht naar 1 januari 2021 (Van der Kuilen, 2020).

5.5 Deelconclusie

De empirie heeft interessante bevindingen opgeleverd. Door gebruikt te maken van de aanpaste delphi methodiek waarbij naast een aantal vaste stellingen tevens ruimte was voor een semigestructureerde vragen bestond de mogelijkheid om per expert een verdiepingsslag te maken in bepaalde vaktechnische elementen. Dit heeft ervoor gezorgd dat er evenwicht is ontstaan in de bevindingen van het onderzoek, gezien vanuit de verschillende disciplines waarin de experts zelf actief en betrokken zijn. Kijkend naar de resultaten van de verschillende experts naar aanleiding van de 7 stellingen kan worden gesteld dat er na de 1^e ronde geen consensus is bereikt bij twee stellingen, maar dat er bij deze stellingen wel ruimte is voor interpretatie van de stelling. Er kan worden geconcludeerd dat bij de lezing van de argumentatie de verschillen niet zo groot zijn als de gerealiseerde verschillen in de 'likert-schaal' suggereren. Tevens is de constatering dat er slechts één expert een mening heeft herzien. Hieruit is een bepaalde stelligheid te constateren ondanks de ruimte voor interpretatie van de stelling(en). In hoofdstuk 6 zijn de bevindingen vanuit de empirie verwerkt in de beantwoording van de hoofdvraag en de verschillende deelvragen.

Hoofdstuk 6 – Conclusies, aanbevelingen & reflectie

In dit hoofdstuk zal antwoord worden gegeven op de in hoofdstuk 1 geformuleerde centrale vraag en deelvragen. Tevens zullen er aanbevelingen worden gedaan om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie waarbij de sociale voorraad behouden blijft binnen de woningcorporatiesector. Het hoofdstuk zal worden afgesloten met een reflectie.

6.1 Centrale vraag

In deze paragraaf zal invulling worden gegeven aan de beantwoording van de in hoofdstuk 1 gestelde centrale vraag:

Hoe kan binnen de woningcorporatiesector worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft?

Beantwoording:

Het creëren van inzicht en draagvlak op het gezamenlijk volkshuisvestelijke belang bij alle betrokken actoren (o.a. woningcorporaties, gemeenten, huurdersorganisaties, toezichthouders, ministerie van BZK en kredietverstrekkers) is in beginsel noodzakelijk om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft. Behoud van deze sociale woningvoorraad is maatschappelijk wenselijk. Woningcorporaties doen meer aan betaalbaarheid, onderhoud, beheer en leefbaarheid dan marktpartijen. Een activa/passiva transactie is voor een woningcorporatie een interessante vorm ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie door de aanwezigheid van een specifieke sectoraal element: het financieel toezichtkader van Aw/WSW, waarbij sectoraal de meest knellende financiële ratio de loan-to-value op beleidswaarde is, terwijl de waardering in de jaarstukken boekhoudkundig op marktwaarde in verhuurde staat plaatsvindt. Bij een overname van vastgoed en leningen middels een activa/passiva transactie kan een woningcorporatie desgewenst 'sturen' op de beschikbare ruimte in enerzijds de financiële ratio's en anderzijds de invulling van de financierings-portefeuille en bijbehorende kasstromen. Deze ruimte verschilt per woningcorporatie en biedt derhalve meer flexibiliteit dan een traditionele vastgoedtransactie.

Ook een goede en transparante communicatie met de Aw en het WSW is van groot belang om te komen tot een succesvolle taakoverdracht. Voor het WSW is het van belang dat er bij de transactie niet (in)direct niet-DAEB bezit wordt geborgd door de overnemende woningcorporatie. Alleen DAEB bezit mag worden geborgd. Indien de volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie wordt overgenomen waarbij er tevens niet-DAEB wordt overgenomen lost de techniek dit op door het tevens overnemen van een interne lening door de overnemende woningcorporatie. Er kan worden gesteld dat de Aw afgelopen jaar een precedent heeft geschept cq. 'beleidslijn' heeft geïntroduceerd waarbij er bij het overnemen van een volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie ook een deel van de interne lening kan worden overgenomen. Hierbij is het wel van belang dat bij de taakoverdracht de totale omvang van de interne lening verstrekt vanuit de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak op sectoraal niveau op geen enkel moment nu, en in de toekomst toeneemt. De hoogte van de over te nemen interne lening dient goed uitlegbaar te zijn door de betrokken woningcorporaties.

Indien er door de betrokken actoren een gezamenlijk belang wordt gedeeld doordat bijvoorbeeld een saneringscorporatie niet meer kan voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave binnen een gemeente, kan (of zelfs dient) het 'deficit' in 'volkshuisvestelijke' waarde cq. toekomstige kasstromen door faciliterende maatregelen te worden gecompenseerd. Voordelen zijn hierbij te behalen op het gebied van vrijstelling in de overdrachtsbelasting, vrijstelling voor toekomstig te betalen sanerings- en/of verhuurderheffingen en additionele afspraken met de gemeente waarbinnen het vastgoed wordt overgenomen. Juist het overnemen van de gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) binnen een gemeente maakt het interessant. De niet-DAEB activiteiten zorgen voor een compensatie in de loan-to-value op beleidswaarde in de DAEB-tak. In het geval van het overnemen van de volkshuisvestelijke taak, zeker in het geval van een saneringscorporatie, is focus op het

gezamenlijk belang, creëren van draagvlak bij alle actoren, een goede planning & due diligence, en gedegen besluitvormingsproces essentieel.

Kortom, een activa/passiva transactie is institutioneel haalbaar. Naast draagvlak en vertrouwen in elkaar is het met name het optimaal gebruikmaken van de beschikbare ruimte in het kader van de sectoraal vastgestelde financiële ratio's.

6.2 Deelvragen

In deze paragraaf zal invulling worden gegeven aan de beantwoording van de in hoofdstuk 1 gestelde deelvragen:

1) Wat zijn vanuit de theorie de succes(f)actoren om te komen tot een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector?

- Hoe werkt een krachtenveld van een woningcorporatie in theorie?
- Waarom heeft de herziene woningwet een grote impact op de uitvoering van werkzaamheden van een woningcorporatie?

Beantwoording:

Het krachtenveld waarbinnen de woningcorporatiesector opereert is complex. De verschillende actoren die binnen dit krachtenveld actief zijn hebben verschillende belangen. Daarnaast veranderen marktomstandigheden en wet- en regelgeving continu, alsmede de factoren waarbinnen de volkshuisvestelijke opgave dient te worden gerealiseerd. Zo waren de gemiddelde rentepercentages in 2015 ten opzichte van heden een aanzienlijk hoger, lagen de vastgoedprijzen aanzienlijk lager, en was de wachtduur voor het toegewezen krijgen van een sociale huurwoning in 2015 in de meeste woningmarktregio's aanzienlijk lager. Ook de maatschappelijke dialoog of het tekort aan middenhuur woningen dient te worden opgepakt door woningcorporaties omdat marktpartijen dit niet voldoende 'oppakken' is afgelopen jaren meer op de voorgrond gekomen. Nadat de woningwet in 2015 na een aantal excessen binnen de woningcorporatiesector is herzien, en aangescherpt, hebben woningcorporaties zich veelal beperkt tot het ontwikkelen van sociale huurwoningen.

2) Welke (f)actoren spelen in de praktijk een belangrijke rol om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector?

- Wie zijn deze actoren en wat zijn de belangen en afwegingen van deze partijen?
- Wat zijn de factoren en spelen deze een belangrijke rol, en hoe werkt dat in praktijk?

Beantwoording:

De belangrijkste actoren en factoren om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector zijn als volgt:

Actoren:	Factoren:
• Woningcorporaties	• Herziene Woningwet 2015 (incl. aanvullende wetgeving)
• Autoriteit woningcorporaties / WSW	• Tekort betaalbare sociale huurwoningen
• Gemeenten	• Tekort middenhuur woningen
• Huurders	• Historisch lage rentestanden
• Ministerie van BZK	• Volkshuisvestelijk opgaven versus beschikbare middelen
• Kredietverstrekkers	• Historisch hoge vastgoedprijzen

Het creëren van inzicht en draagvlak op het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang bij alle betrokken actoren is noodzakelijk om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft. Behoud van deze sociale woningvoorraad is maatschappelijk wenselijk. Woningcorporaties doen meer aan betaalbaarheid, onderhoud, beheer en leefbaarheid dan marktpartijen. Voor een gemeente is het wenselijk dat er een goede balans is tussen voldoende sociale- en middenhuur woningen en dat dit mede door woningcorporaties wordt uitgevoerd die kunnen voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave, en daarnaast voldoen aan de financiële ratio's van de sectorale instituten. Huurders hebben er belang bij dat er voldoende woningen beschikbaar zijn. De minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijkszaken (BZK) is verantwoordelijk voor het woonbeleid. Kredietverstrekkers aan woningcorporaties zijn veelal de sectorbanken BNG en NWB, die als aandeelhouders veelal gemeenten en waterschappen heeft. Hierdoor kunnen woningcorporaties vrijwel altijd op een makkelijke manier op de kapitaalmarkt aan liquiditeiten komen. Het WSW borgstelsel zorgt ervoor dat deze leningen tegen zeer gunstige tarieven worden aangetrokken. De Autoriteit woningcorporaties zorgt ervoor dat woningcorporaties voldoen aan de wet- en regelgeving die relatief complex is. Afgelopen decennium zijn de marktomstandigheden aanzienlijk veranderd; hoge vastgoedprijzen, lage rentepercentages en een tekort aan sociale- en middenhuur woningen heeft ervoor gezorgd dat de wachtduur tot het verkrijgen van een sociale huurwoning aanzienlijk is toegenomen. De volkshuisvestelijke opgave is groter dan de beschikbare middelen. Daardoor is het voor woningcorporaties noodzakelijk om keuzes te maken in de volkshuisvestelijke taak, en helpen methodieken, waaronder een activa/passiva transactie, om op sectoraal niveau een betere invulling te geven aan de totale volkshuisvestelijke opgave i.c.m. het sectorale systeemrisico en benutten van de totale sectorale ruimte in de financiële ratio's. Hierbij kijken voorbij de grenzen van de eigen woningcorporatie, maar handelen in het sectoraal belang vergt lef en durf.

3) Hoe krijg je de verschillende stakeholders met de verschillende belangen bij elkaar in samenhang met het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang?

- Wat is het gezamenlijke (volkshuisvestelijke) belang, en hoe krijg je oplossingsrichtingen inzichtelijk?
- Waarom is het behoud van de sociale voorraad belangrijk, en daardoor het slagen van een activa/passiva transactie?

Beantwoording:

Het creëren van inzicht en draagvlak op het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang bij alle betrokken actoren is noodzakelijk om te komen tot een succesvolle activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft. Focus dient te liggen op de voordelen van een activa/passiva transactie. Door tegen marktwaarde in verhuurde staat het vastgoed over te nemen in de vorm van een equivalent aan marktwaarde van leningen terwijl woningcorporaties tegen eigen beleidskeuzes doorexpluiten is er sprake van een afslag in waarde. De 'kosten' kunnen door actoren worden gecompenseerd. Dit hoeft niet altijd direct en in geld te gebeuren. Dit onderzoek heeft laten zien dat hiervoor voldoende mogelijkheden zijn in de vorm van faciliterende maatregelen.

Het behoud van de sociale woningvoorraad is van groot belang en maatschappelijk wenselijk omdat woningcorporaties doen meer aan betaalbaarheid, onderhoud, beheer en leefbaarheid dan marktpartijen. Woningcorporaties maken met de gemeente prestatieafspraken, en verkopen in beginsel geen sociale huurwoningen aan marktpartijen. Deze sociale voorraad wordt door geëxploiteerd, bovengemiddeld goed onderhouden en ook op het gebied van duurzaamheid wordt er fors geïnvesteerd. Hierdoor kan er in Nederland ook met een laag inkomen in een goede en betaalbare woning worden geleefd.

6.3 Aanbevelingen

Op basis van het onderzoek kunnen een aantal aanbevelingen worden gedaan wanneer men een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties wil realiseren:

- Creëer draagvlak bij de betrokken actoren en focus op het gezamenlijke volkshuisvestelijke belang;
- Denk voorbij de grenzen van de eigen woningcorporatie maar aan het sectoraal belang;
- Onderzoek de mogelijkheden tot faciliterende maatregelen bij de verschillende actoren;
- Benut de mogelijkheden en ruimte m.b.t. de sectorale financiële ratio's Aw/WSW en het overdragen van de 'interne lening';
- Draag zorg voor een optimale procesgang; heldere communicatie richting betrokken actoren, goede planning, adequate due diligence en gedegen besluitvormingsproces.

6.4 Reflectie

Ook in de toekomst zullen woningcorporaties volkshuisvestelijke taken overdragen aan elkaar. Hierbij is een activa/passiva transactie een zeer interessante methodiek. Ik hoop dat dit onderzoek bijdraagt aan het bewustwordingsproces binnen woningcorporaties dat deze methodiek juist een kans is in plaats van een onzekerheid / risico. Ik dank de ASRE dat ik de mogelijkheid heb gekregen om dit onderzoeksonderwerp te kiezen en de theorie en praktijk aan elkaar te koppelen wat in de toekomst hopelijk bij kan dragen aan toekomstige activa/passiva transacties waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft. Door een betere verdeling van (schaarse) beschikbare middelen tussen woningcorporaties kan het totale systeemrisico worden verkleind en kunnen er ook naar de toekomst toe nog meer huurders in een betaalbare woning leven. Ofwel: een betere invulling van de volkshuisvestelijke opgave versus de beschikbare middelen. Terugkijkend op de aangepaste delphi onderzoek ben ik van mening dat er voldoende breedte in de geïnterviewde experts zat. Wellicht had er nog extra interviews kunnen plaatsvinden met een vertegenwoordiging vanuit de sectorbanken, huurdersvereniging en/of Autoriteit woningcorporaties, maar ik ben van mening dat dit niet de beantwoording van de centrale vraag en de deelvragen wezenlijk zou hebben beïnvloed.

6.5 Discussieparagraaf

Persoonlijk ben ik van mening dat de enige manier om ook in de toekomst op optimale wijze invulling te kunnen geven aan de gehele volkshuisvestelijke opgave in Nederland is om de beschikbare middelen beter te verdelen tussen de individuele woningcorporaties. Daar is een andere 'mindset' voor nodig van alle actoren, te beginnen met de woningcorporatiesector zelf. Daar is lef en durf voor nodig bij bestuurders en commissarissen. Hopelijk draagt mijn onderzoek hieraan bij. Daarnaast is de problematiek van Vestia na de overdracht van het vastgoed en leningen in de maatwerkgemeenten niet voorbij voor de woningcorporatiesector. In 2021 zal de focus komen te liggen op het verder verkleinen van het systeemrisico en het financieel gezonder maken van Vestia zodat deze in de toekomst aan de volkshuisvestelijke opgave kan voldoen. Het ruilen van leningen aan collega-woningcorporaties en het splitsen van Vestia in 3 separate woningcorporaties worden genoemd als mogelijke duurzame oplossingsrichtingen. De toekomst zal leren of de woningcorporatiesector een doorontwikkeling kan maken in het solidariteitsprincipe, een van de fundamenten van het WSW-borgstelsel. En hetgeen wat de Nederlandse woningcorporatiesector zo uniek maakt ten opzichte van andere landen; voldoende veilige, goede en betaalbare woningen voor de kwetsbare doelgroepen binnen onze samenleving. Maar ook de overige actoren dienen de woningcorporatiesector de ruimte geven om het tekort aan betaalbare woningen op te pakken, bij te dragen aan de verduurzamingsopgave van het vastgoed en de leefbaarheid in de kwetsbare wijken en buurten op peil te brengen en te houden.

Bibliografie

In de volgende bibliografie zijn enkele publicaties opgenomen die verband houden met dit onderzoek:

- Aedes. (2016). *Huurdersorganisaties verder versterken*. Opgehaald van Aedes:
<https://www.aedes.nl/artikelen/bedrijfsvoering/stakeholders-en-woningcorporaties/stakeholders-en-corporaties/instrumenten/versterken-huurdersorganisaties.html>
- Aedes. (2018). *Sectorcommissies effectiever inzetten*. Opgehaald van Aedes:
<https://www.aedes.nl/artikelen/financi-n/financi-n-n/wsw/sectoradviescommissies-effectiever-inzetten-bij-saneringen.html>
- Aedes. (2019). *Eenvoudiger markttoets*. Opgehaald van Aedes:
<https://www.aedes.nl/artikelen/woningmarkt/hervorming-woningmarkt/eenvoudiger-markttoets.html>
- Aedes. (2020, 12 8). *Corporaties mogen meer middenhuur bouwen*. Opgehaald van Aedes:
<https://www.aedes.nl/artikelen/woningmarkt/hervorming-woningmarkt/corporaties-mogen-meer-middenhuur-bouwen.html>
- Aedes. (2020). *Fusienieuws*. Opgehaald van <https://www.aedes.nl/artikelen/aedes/vereniging/fusienieuws.html>
- Anson. (2002). *Handbook of alternative assets*. New York: John Wiley & Son.
- Aw. (2019). *Regelgeving woningcorporaties - interne lening*. Opgehaald van ilent:
<https://www.ilent.nl/onderwerpen/regelgeving-woningcorporaties/interne-lening>
- Aw/WSW. (2018). *Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW*. Aw/WSW.
- Aw/WSW. (2019). *Gezamenlijk beoordelingskader*.
- Baarda, D. G. (2005). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek*. Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Belastingdienst. (2020, 04 30). *vrijstelling overdrachtsbelasting*. Opgehaald van
https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/privewoning/overdrachtsbelasting/wanneer_kunt_u_vrijstelling_krijgen/overdrachtsbelasting_verrekenen_met_schenkbelasting
- Boelhouwer. (2017). *De woningmarkteffecten van de woningwet*. Delft: TU Delft.
- BZK, M. v. (2020). *Opgaven en middelen corporatiesector*. Den Haag: Rijksoverheid.
- CBS. (2020, 12 21). *Koopwoningen bijna 9 procent duurder in november*. Opgehaald van CBS:
<https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/52/koopwoningen-bijna-9-procent-duurder-in-november>
- Conijn. (2019). *Kennis is als een fata morgana*. Amsterdam: ASRE/UvA.
- Conijn. (2019). *Kennis is als een fata morgana*. Amsterdam.
- Deloitte. (2016). *Gemeenten aan zet met de nieuwe woningwet*. Opgehaald van Gebiedsontwikkeling:
<https://www.gebiedsontwikkeling.nu/artikelen/gemeenten-aan-zet-met-de-nieuwe-woningwet/>
- Diekerhoff, H. (2017). *Financiering door een schuldfonds als een aanvulling op de traditionele financiering van commercieel vastgoed?* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- DNB. (2020, 7 16). *Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort*. Opgehaald van DNBulletin: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2020/dnb389563.jsp#:~:text=DNBulletin%3A%20Huizenprijs%20hangt%20meer%20samen%20met%20financieringsruimte%20koper%20dan%20met%20woningtekort,-Datum&text=De%20verdrievoudiging%20van%20de%20Ned>
- FD. (2019). *Noodlijgend Vestia dreigt woningen niet verkocht te krijgen*. Opgehaald van <https://fd.nl/economie-politiek/1315735/noodlijgend-vestia-dreigt-woningen-niet-verkocht-te-krijgen>
- Finance-Ideas. (2020). *Nieuwe financiële ratio's en grenswaarden*.
- Freeman. (1984). *Stakeholder Theory*. Cambridge University Press.
- Gehner, E. (2003). *Risico analyse bij projectontwikkeling*.
- Geltner, D. M. (2013). *Commercial Real Estate analysis and investments*. Mason.
- Gerrichhauzen. (2012). *Implementatie herziene Woningwet*.
- Huysmans. (2011). *risico aversie in stochastische onderhandelingspelen*. Amsterdam: ASRE.
- IL&T. (2019). *Staat van de corporatiesector 2019*. Den Haag: IL&T.
- Klouwen, B. (2020). *VTW Handreiking - Financieel Toezicht*. Zoetermeer: VTW.
- Kuijk, T. v. (2020). *De nieuwe rol van corporaties in gebiedsontwikkeling*. Amsterdam: ASRE.
- Kuilen, V. d. (2020, 12 12). Juridische update voor woningcorporaties. *Overdrachtsbelasting*.
- Majoer, M. (2019, 11 21). *Worstelen met de LTV ratio's en de beleidswaarde*. Opgehaald van Finance Ideas:
<https://finance-ideas.nl/ltv-ratios-beleidswaarde/>

- McClure. (2019, mei 21). *Investopedia*. Opgehaald van Investopedia:
<https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/061103.asp>
- Modigliani-Miller. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*.
- NOS. (2020, februari 19). *NOS nieuws*. Opgehaald van NOS politiek: <https://nos.nl/artikel/2323755-minister-van-veldhoven-erkent-woningnood-kamer-wil-snel-actie.html>
- NRC. (2020, 12 04). *sleept-de-woningmarkt-ons-door-de-coronacrisis*. Opgehaald van NRC:
<https://www.nrc.nl/nieuws/2020/12/04/sleept-de-woningmarkt-ons-door-de-coronacrisis-a4022651>
- Platform31. (2020). *Middeldure huur als smeerolie*. Opgehaald van Platform31: <https://www.platform31.nl/wat-wedoen/kennisdossiers/kennisdossier-woningmarkt/particuliere-huurmarkt/middeldure-huur-als-smeerolie>
- Rijksoverheid. (2015, 03 17). *De Woningwet 2015 in vogelvlucht*.
- Rijksoverheid. (2020, oktober 3). *woningdeals*. Opgehaald van woningmarktbeleid:
<https://www.woningmarktbeleid.nl/onderwerpen/woondeals>
- Rijksoverheid. (sd). *Toezicht woningcorporaties*. Opgehaald van Rijksoverheid:
<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/woningcorporaties/toezicht-woningcorporaties>
- Staatscourant. (2009, 7 8). Overdrachtsbelasting. Belastbaar feit; juridische fusie of taakoverdracht tussen algemeen nut beogende instellingen of verenigingen. *Staatscourant*.
- Stadszaken. (2019). *middenhuur taak van corporaties ja of nee*. Opgehaald van Stadszaken:
<https://stadszaken.nl/artikel/2203/middenhuur-taak-van-corporaties-ja-nee>
- Van Gool, J. T. (2013). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff.
- Vestia. (2019). *Vestia zet ruim 10.000 woningen te koop voor collega-corporaties*. Opgehaald van Vestia.nl:
 Vestia zet ruim 10.000 woningen te koop voor collega-corporaties
- Volkshuisvesting. (2017). *Treasury Jaarplan*. Arnhem.
- Volkskrant. (2014, 06 04). <https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/zeven-zonden-van-woningcorporaties-van-cruiseschip-tot-maserati~bb8771a3/>. Opgehaald van www.volkskrant.nl:
<https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/zeven-zonden-van-woningcorporaties-van-cruiseschip-tot-maserati~bb8771a3/>
- Withaar, M. (2020). *Negatieve rente & vastgoed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Wolverson, A. e. (2013, februari 11). *Council on Foreign Relations*. Opgehaald van credit rating controversy:
<http://www.cfr.org/united-states/credit-rating-controversy/p22328>
- WSW. (2020, 27 06). *WSW*. Opgehaald van WSW: <https://www.wsw.nl/over-wsw/over-ons/wie-zijn-wij>
- WSW. (2020). *WSW Portefeuillerapportage 1e halfjaar 2020*. Hilversum: WSW.
- Zanders. (2017). *Het financieringsaspect van vastgoedtransacties*. Zanders.

Bijlage 1: e-mail aan deelnemers expertgroep (1^e ronde – ‘Delphi Expert Ronde’)

Geachte heer, mevrouw,

Als student aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) ben ik momenteel bezig met mijn afstudeerscriptie. Graag wil ik u interviewen ten behoeve van mijn afstuderen. De onderzoeksvraag van mijn scriptie luidt: *‘hoe kan binnen de woningcorporatiesector worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft’*. De onderzoeksvraag heb ik als eerste behandeld vanuit de theorie waarbij er diverse actoren betrokken zijn en diverse factoren van belang zijn bij de totstandkoming van een activa/passiva transactie binnen de woningcorporatiesector.

Vanuit de praktijk ben ik als manager Treasury & Control bij woningcorporatie Staedion nauw betrokken geweest bij de overname door middel van een activa/passiva transactie van het vastgoedbezit van Vestia in de gemeente Pijnacker-Nootdorp. Het maatschappelijk belang van deze activa/passiva transactie heeft grote impact op de toekomstige invulling van de volkshuisvestelijke opgave binnen deze gemeente.

Door een verkennend onderzoek te doen naar activa/passiva transacties binnen de woningcorporatiesector hoop ik duidelijkheid te creëren waarom de deze vorm als vastgoedtransactie van toegevoegde waarde is, ondanks dat er tegen hoge marktwaarden resp. vastgoed en leningen worden overgenomen. Voor het empirisch (praktijk) gedeelte van het onderzoek zou ik u graag willen interviewen middels de Delphi-methode. Deze onderzoeksmethode wordt gebruikt om een onderwerp met experts vanuit verschillende invalshoeken te behandelen. Aan de hand van een semigestructureerde vragenlijst worden verschillende thema's aan u als expert voorgelegd.

De volgende thema's zullen worden behandeld:

1. Herziene Woningwet 2015 (incl. aanvullende wetgeving)
2. Tekort betaalbare sociale huurwoningen
3. Tekort middenhuur woningen
4. Historisch lage rentestanden
5. Volkshuisvestelijk opgaven versus beschikbare middelen
6. Historisch hoge vastgoedprijzen

Met uw medewerking aan een ('on-line') individueel interview investeert u in 1^e aanleg ongeveer 1 uur van uw tijd om bij te dragen in het benoemen van mogelijkheden om te komen tot volkshuisvestelijke oplossingen binnen de woningcorporatiesector door het gebruik van activa/passiva transacties. Tijdens deze individuele interviews met de verschillende experts worden door mij de argumenten en meningen verzameld. Na afloop van alle interviews wordt ingegaan op thema's of vragen waar geen consensus tussen de afzonderlijke experts is bereikt. Over deze punten zal ik terugkoppeling geven aan alle individuele experts en trachten alsnog consensus te bereiken tussen de verschillende experts door de verschillende inzichten en argumenten aan elkaar voor te leggen. Dit zal per e-mail gebeuren waardoor dit niet veel van uw tijd zal kosten. De verschillende benaderde experts zijn werkzaam bij o.a. de gemeente, woningcorporaties, WSW, Autoriteit woningcorporaties en adviesbureaus.

Hopelijk heb ik u geënthousiasmeerd om mee te werken. Indien dit het geval is ben ik flexibel wanneer het u het beste uitkomt wanneer het interview kan plaatsvinden. Mocht u nog vragen hebben kunt u mij bereiken via onderstaand telefoonnummer en e-mailadres.

Met vriendelijke groet,
M.A.M. Immers

Bijlage 2: beschrijving expertgroep

Expertgroep (in alfabetische volgorde)

De heer M. van Baardewijk – Treasurer – Woningcorporatie Vestia

Als treasurer van een van de grootste woningcorporaties van Nederland, Vestia, direct betrokken bij de uitvoering van het 'Herijkt Herstelplan 2019-2021' waarbij er circa 10.000 verhuureenheden in 6 'maatwerkgemeenten' (Pijnacker-Nootdorp, Barendrecht, Brielle, Bergeijk, Westland en Zuidplas) dienen te worden afgestoten.

De heer J. Conijn – Directeur Finance Ideas / Emeritus hoogleraar Woningmarkt - ASRE

Is naast emeritus hoogleraar Woningmarkt ook als directeur woningcorporaties werkzaam bij adviesbureau Finance Ideas waarbij woningcorporaties worden geadviseerd over diverse financiële en volkshuisvestelijke vraagstukken. Lid van de Raad van Commissarissen van de sectorbank BNG. Van 2005 tot 2009 was hij als directeur van het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV), voorganger van de Autoriteit woningcorporaties, verantwoordelijk voor het financiële toezicht op de volkshuisvestingssector.

De heer H. Karakus – Directeur Platform31 / Bestuurlijk regisseur voor woonopgave Vestia-gemeenten

Van 2006 tot 2014 namens PvdA wethouder in de gemeente Rotterdam, en sinds 2021 lid van de 1^e Kamer der Staten-Generaal. Als wethouder was hij in de gemeente Rotterdam verantwoordelijk voor Ruimtelijke Ontwikkeling, Wonen, Vastgoed en Stedelijke economie. Sinds 2014 directeur van Platform31, een kennis- en netwerkorganisatie voor stedelijke en regionale ontwikkeling. Platform31 ontwikkelt samen met andere partijen kennis over economische, sociale en ruimtelijke vraagstukken. Dat gebeurt via (wetenschappelijk) onderzoek, projecten, programma's, praktijkexperimenten en netwerken. Sinds 2019 tevens Bestuurlijk Regisseur voor de volkshuisvestelijke opgave in de gemeenten waar Vestia actief is. In dit traject maakt hij afspraken over oplossingen voor de volkshuisvestelijke opgave in de regio waar woningcorporatie Vestia veel bezit heeft. Dit doet hij namens de minister van BZK en op verzoek van meerdere gemeenten en de provincie Zuid-Holland.

De heer F. van Kuppeveld - Wethouder - Gemeente Pijnacker-Nootdorp

Sinds 2018 namens CDA wethouder in de gemeente Pijnacker-Nootdorp. Als zodanig verantwoordelijk voor Wonen, Economie, Energietransitie, Grondzaken, Milieu en Woningbouwprojecten. De gemeente Pijnacker-Noorddorp is conform het 'Herijkt Herstelplan 2019-2021' van Vestia aangewezen als een van de 6 maatwerkgemeenten waar Vestia niet meer in staat is om aan de volkshuisvestelijke opgave te voldoen.

De heer J. Schudde - directeur Financiën - Staedion

Sinds 2019 directeur financiën bij Staedion en vanuit een toezichthoudende rol commissaris bij woningcorporaties De Goede Woning en Woonpartners Midden Holland. Als kopende partij is Staedion betrokken bij de overname middels activa/passiva transactie van het Vestia bezit in de 'maatwerkgemeente' Pijnacker-Nootdorp. Van 2010 tot 2019 is hij directeur Finance & Control geweest bij de Rotterdamse woningcorporatie Woonstad. Ook is hij lid van de Stuurgroep Woningcorporaties bij de NBA.

De heer G.J. Weiman - Teamleider Accounts - WSW

Vanuit het WSW als accountmanager bij Vestia betrokken bij het herstelplan en de sanering van woningcorporatie Vestia. In deze hoedanigheid tevens betrokken bij de uitvoering van het 'Herijkt Herstelplan 2019-2021' waarbij er circa 10.000 verhuureenheden in 6 'maatwerkgemeenten' Pijnacker-Nootdorp, Barendrecht, Brielle, Bergeijk, Westland en Zuidplas dienen te worden afgestoten.

Bijlage 3: uitwerking gespreksverslagen expertgroep (volgorde op datum)

Interview 1 - De heer Karakus (Expert 1)
Woensdag 16 december 2020 – 14:00 uur
Online – Microsoft Teams

Algemeen

Het gesprek met de heer Karakus start met een korte introductie. De heer Karakus geeft aan dat hij een paar jaar geleden als directeur van Platform 31 door het ministerie van BZK is benaderd om als 'bestuurlijk regisseur' te onderzoeken wat de mogelijkheden waren om het volkshuisvestelijk probleem van Vestia op te lossen in zes 'maatwerkgemeenten'. De verkoop van het vastgoedbezit in deze gemeenten aan collega-woningcorporaties werd als oplossingsrichting gezien om weer goed invulling te kunnen geven aan de volkshuisvestelijke opgave in diezelfde gemeenten. Vestia was, als saneringscorporatie, hiertoe niet meer in staat. Randvoorwaardelijk hierbij was dat Vestia (1) bij verkoop van het vastgoedbezit er mede kijkend naar de financiële ratio's niet slechter van mocht worden. Maar ook (2) dat een deel van de woningen die afgelopen jaren door Vestia waren geliberaliseerd (niet-DAEB) zouden worden teruggeplaatst naar de DAEB-tak. Hierdoor zou de sociale voorraad in deze gemeenten weer toenemen, en er een nieuwe 'krachtige' woningcorporatie de maatschappelijk 'taak' overnemen naar de toekomst toe. Voor de kopende woningcorporaties was het uitgangspunt dat deze er niet slechter van wensten te worden. Als oplossingsrichting is ook de verkoop in de vorm van een activa/passiva transactie onderzocht. De heer Karakus geeft aan dat potentiële kopende woningcorporaties in het begin niet overtuigd waren van de meerwaarde van een dergelijke transactie: overname van duur vastgoed en dure leningen. Er is veel aandacht gegeven aan het creëren van duidelijkheid in de meerwaarde van een activa/passiva transactie ten opzichte van een traditionele ('platte') transactie. Naarmate de tijd verstreek werd dit steeds duidelijker bij kopende partijen. Hierbij hebben twee bestuurlijke rapporten van de heer Karakus, alsmede een aantal informatiesessies bij de VTW (Vereniging voor Toezichthouders Woningcorporaties) geholpen in het creëren van draagvlak. De heer Karakus is van mening dat de in zijn rapporten aangegeven faciliterende maatregelen niet randvoorwaardelijk waren bij de onderhandelingen tussen Vestia en de kopende partijen, maar dat er wel een oplossing diende te komen op de vraag wie de kosten diende te betalen van de 'volkshuisvestelijke afslag' door niet-DAEB woningen terug te plaatsen in de DAEB-tak. Lagere (streef)huren geven immers een lagere marktwaarde in verhuurde staat. Over dit onderwerp hebben op verschillende niveaus onderhandelingen plaatsgevonden. Kopende woningcorporaties zijn gaan onderhandelen met de desbetreffende gemeenten over deelname aan toekomstige nieuwbouwprojecten en sociale grondprijzen, en anderzijds is er ook vanuit de bestuurlijk regisseur een aantal faciliterende maatregelen geadviseerd waaronder o.a. vrijstelling voor de overdrachtsbelasting. De heer Karakus is van mening dat marktwaarde in verhuurde staat door woningcorporaties niet als 'te duur' is verondersteld, maar zoals eerder aangegeven, de discussie meer lag op het financiële vlak van het terugplaatsen van geliberaliseerde woningen terug naar het sociale segment.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

NEUTRAAL – De heer Karakus geeft aan dat het weliswaar steeds uitdagender wordt voor kleine woningcorporaties om op adequate wijze invulling te geven aan alle wet- en regelgeving, en dat de kosten hiervan sterk zijn toegenomen afgelopen jaren. Echter, tegelijk is er ook een stroom die de 'menselijk maat' hoog heeft zitten. Grote woningcorporaties zijn steeds meer 'fabrieken' geworden.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

HELEMAAL EENS – De heer Karakus geeft aan het liefst het onderscheid tussen DAEB en niet-DAEB te laten verdwijnen en dat het inkomen bepaald waar je kan wonen. Het ‘woonverdeelsysteem’ is zo ingericht dat er bepaalde groepen mensen buiten de boot vallen. De markt zal over het algemeen geen onrendabele investeringen accepteren. De heer Karakus ziet in de toekomst een stelsel komen waarbij er woningcorporaties specifiek voor middenhuur woningen worden opgericht.

3) De ‘marktwaaarde in verhuurde staat’ als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

HELEMAAL ONEENS – De marktwaaarde is de waarde die het in de markt waard is. Het gaat met name over de discussie wie de volkshuisvestelijke afslag betaald wanneer er bij een activa/passiva transactie woningen van niet-DAEB wordt teruggeplaatst naar DAEB.

4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.

EENS – De heer Karakus ziet het enerzijds als kans, maar ziet het tegelijk deels teniet gedaan worden door stijgende kosten. Dit gebeurt veelal onrendabel. Dat zet het duurzaam verdienmodel onder druk.

5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.

HELEMAAL EENS – De heer Karakus geeft aan dat het een van de alternatieven is. Het is niet altijd het beste alternatief. Dit is situationeel afhankelijk van de (financiële) positie van zowel de kopende als de verkopende woningcorporatie.

6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.

HELEMAAL ONEENS – Ook hier geeft de heer Karakus aan dat een traditionele transactie en een activa/passiva transactie enkele van de beschikbare alternatieven zijn om te komen tot een vastgoedtransactie. Wat het beste alternatief is, is situationeel afhankelijk van de (financiële) positie van zowel de kopende als de verkopende woningcorporatie. De een is derhalve niet per definitie altijd beter dan de andere.

7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

HELEMAAL ONEENS – De heer Karakus geeft aan dat het niet heeft te maken met het behoud sociale voorraad, maar dat het een financiële kwestie is. In het geval van saneringscorporatie Vestia was het doel om met de verkoop leningen af te lossen.

Algemeen

Het gesprek met de heer Conijn start met een korte introductie. De heer Conijn geeft aan van het bestaan van activa/passiva transacties binnen de woningcorporatiesector af te weten, maar zich hierin nooit vergaand in verdiept heeft. De heer Conijn geeft aan het onderwerp interessant te vinden. Er wordt aangegeven niet te diep op de methodiek in te gaan, maar meer op de betrokken actoren en factoren die bij een dergelijke transactie komen kijken. De heer Conijn is van mening dat er in de toekomst meer fusies zullen plaatsvinden van 'kleine' woningcorporaties met zowel 'kleine' als 'grote' woningcorporaties. De heer Conijn is van mening dat rijksregelgeving het speelveld van een woningcorporatie complex maakt, en niet het toezicht van de Autoriteit woningcorporaties of het WSW. Overigens geeft de heer Conijn aan dat in vergelijking met toezichtregels bij banken (Basel), verzekeraars (Solvency) en beleggers (MiFID) deze bij woningcorporaties (Woningwet, BTiV, RTiV) wel meevallen. De heer Conijn geeft aan dat zijn ideaalbeeld is dat de scheiding DAEB / niet-DAEB verdwijnt. Het levert veel administratieve lasten op en creëert een suboptimaal investeringsbeleid binnen woningcorporaties. De heer Conijn zou het wenselijk vinden dat de DAEB grens wordt verhoogt zodat het 'middensegment' vanuit de DAEB-tak met WSW geborgde financiering door de woningcorporatiesector kan worden opgepakt. De heer Conijn is van mening dat woningcorporaties verhoudingsgewijs weinig investeren in nieuwbouwprojecten. De geborgde WSW leningportefeuille van de gehele woningcorporatiesector neemt slechts marginaal toe ondanks dat de rentepercentages nagenoeg op nul procent liggen. De heer Conijn denkt dat dit komt door een aantal factoren: 1) weinig grondposities in bezit; 2) woningcorporaties hebben geen aparte ontwikkel-maatschappijen; 3) het rendement is in veel gevallen laag; 4) voor een projectontwikkelaar is het afgelopen jaren aantrekkelijker geweest om een project in het dure huursegment of koopsegment te ontwikkelen dan voor een woningcorporatie in het sociale segment. Woningcorporaties missen de slagkracht die beleggers wel hebben. De heer Conijn ziet het als een gemiste kans van woningcorporaties om niet meer te investeren. Daarentegen merkt de heer Conijn wel op dat investeringen van woningcorporaties tegen steeds lagere rendementen plaatsvinden. Investeringen zorgen in veel gevallen tot een verslechtering van de financiële ratio's. Zolang de ruimte er is kan het, maar op lange termijn zorgt dit voor een uitholling van het verdienmodel.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

HELEMAAL EENS – De heer Conijn is het hiermee zonder twijfel 'helemaal mee eens'. De wet- en regelgeving alsmede de verwachtingen die de maatschappij van de woningcorporatiesector heeft zijn alleen maar toegenomen. Kleine woningcorporaties zijn daarnaast kwetsbaar in 'bemensing'. De noodzakelijke kennis ligt vaak bij een beperkt aantal mensen. De heer Conijn is van mening dat fusies tegenwoordig enkel plaatsvinden tussen 'kleine' met 'kleine' woningcorporaties en 'kleine' met 'grote' woningcorporaties. Fusies van 'grote' met 'grote' woningcorporaties vinden, in tegenstelling tot het verleden, niet meer plaats. Hiervoor is het 'systeemrisico' te groot. De heer Conijn geeft aan dat het wel een langdurig traject is welke alleen met wederzijdse instemming kan plaatsvinden waarbij er tevens een complex besluitvormingsproces aan ten grondslag ligt.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

EENS – De heer Conijn is het eens dat zowel marktpartijen als woningcorporaties het tekort aan middenhuur oppakken. Wel is de constatering dat woningcorporaties enigszins worden beperkt in het oppakken hiervan. De heer Conijn geeft aan dat zijn ideaalbeeld is dat de scheiding DAEB / niet-DAEB verdwijnt. Het levert veel administratieve lasten op en creëert een suboptimaal investeringsbeleid binnen woningcorporaties. De heer Conijn zou het wenselijk vinden indien de DAEB grens voor woningcorporaties wordt verhoogt zodat het 'middensegment' met WSW geborgde financiering kan worden opgepakt. De heer Conijn is tevens van mening dat marktpartijen de 'middenhuur' de afgelopen jaren 'beter' hebben opgepakt dan woningcorporaties.

3) De 'marktwaaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

NEUTRAAL – Centrale punt van discussie is voor de heer Conijn wie de volkshuisvestelijke afslag voor zijn rekening neemt bij een vastgoedtransactie: de koper of de verkoper. Voor beide varianten valt een legitieme argumentatie te benoemen. Het hangt volgens de heer Conijn af van de omstandigheden waarin koper en verkoper zich bevinden. Zo kan er een omstandigheid zijn waardoor koper of verkoper niet in staat is om meer dan de beleidswaarde te betalen omdat bijvoorbeeld de financiële ratio's het niet toelaten en het anders ten koste zou gaan van de reeds bestaande volkshuisvestelijke opgave van een kopende woningcorporatie.

4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.

HELEMAAL EENS – Aannemende dat het rentepercentage voor een lange rentevaste periode wordt vastgezet. De heer Conijn ziet het als een gemiste kans van woningcorporaties om niet meer te investeren. Daarentegen merkt de heer Conijn wel op dat investeringen van woningcorporaties tegen steeds lagere rendementen plaatsvinden. Investerings zorgen in veel gevallen tot een verslechtering van de financiële ratio's. Zolang de ruimte er is kan het, maar op lange termijn zorgt dit voor een uitholling van het verdienmodel.

5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.

EENS – Een belangrijke randvoorwaarde is hierbij voor de heer Conijn wel dat het 'liquiditeit technisch' geen belemmering dient op te leveren. De heer Conijn merkt op dat bij een activa/passiva transactie de loan-to-value minder wordt belast. Aangezien dit de meest knellende financiële ratio is binnen de woningcorporatiesector biedt dit kansen.

6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.

ONEENS – De heer Conijn geeft aan indien het een woningcorporatie betreft waarbij de loan-to-value de knellende factor is, een activa/passiva transactie een betere variant dan het doen van een traditionele transactie. Hierbij geeft de heer Conijn aan dat het liquiditeitsbeslag wel hoger ligt dan bij een traditionele transactie in het licht van de huidige lage rentepercentages.

7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

NEUTRAAL – De heer Conijn geeft aan dat bij zowel een traditionele als een activa/passiva transactie de sociale woningvoorraad behouden blijft binnen de woningcorporatiesector en dit derhalve geen meerwaarde oplevert.

Algemeen

Het gesprek met de heer Van Kuppeveld start met een korte introductie. De heer Van Kuppeveld geeft aan dat binnen de gemeente Pijnacker-Nootdorp het percentage sociale huurwoningen laag ligt. Er is vorig jaar een Woonvisie vastgesteld waarbij er komende jaren fors wordt ingezet om een toename van 4.000 woningen te realiseren. Het is de intentie dat hiervan minimaal 30% sociaal is. Dit draagt bij in aan het betaalbaar wonen binnen de gemeente en de regio Haaglanden. Binnen de gemeente Pijnacker-Nootdorp zijn twee woningcorporaties actief: Staedion en Rondon Wonen. De heer Van Kuppeveld kijkt positief aan tegen de woningcorporatiesector. Volkshuisvesting is een belangrijk maatschappelijk onderwerp waarbij de woningcorporatiesector een belangrijke rol speelt. De heer Van Kuppeveld is mede daarom zeer content dat de verkoop van het Vestia bezit aan Staedion succesvol is afgerond eind 2020 en de woningen die door Vestia in de niet-DAEB-tak zijn geplaatst, door Staedion zijn teruggeplaatst naar de DAEB-tak. Om te komen tot een succesvolle transactie was de wil nodig van alle partijen: de RvC's van de verschillende woningcorporaties, huurdersverenigingen, toezichthouders en ook de gemeente. Laatstgenoemde kon niet direct financieel (in 'cash') een bijdrage leveren, maar heeft op andere onderwerpen toezeggingen gedaan. Dit lag meer op het vlak van 1) korting op de grondprijs (sociaal) voor toekomstige nieuwbouwprojecten binnen de gemeente; 2) eerste recht voor een woningcorporatie om deel te nemen aan het sociale deel van een nieuwbouwproject; 3) meewerken aan het innemen van de tertiaire achtervangpositie op leningen; 4) aanpassing van historische afspraken m.b.t. huurbeklemmingen; 5) opheffen van een verkoopverbod door een woningcorporatie. Met name de laatste 2 punten zorgen ervoor dat de marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoedbezit aanzienlijk kan stijgen na het afsluiten van een transactie waardoor een 'deal' makkelijker tot stand kan komen. Als de relatie tussen een gemeente en een woningcorporatie goed is zal een woningcorporatie niet zonder meer vastgoedbezit verkopen en/of de huren ineens substantieel laten stijgen. Dit zijn allemaal 'papierene' toezeggingen die de gemeente niet direct een uitgaande kasstroom opleveren, maar voor een kopende woningcorporatie voordelen opleveren die het in de dialoog met andere belanghouders helpt om te komen tot een transactie die ook voor de gemeente voordelen oplevert.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

EENS – De heer Van Kuppeveld geeft aan dat de wet- en regelgeving binnen de woningcorporatiesector in vergelijking met de bankensector wel meevalt. Echter, indien een kleine woningcorporatie een professionaliseringsslag wil uitvoeren is deze in een aantal gevallen te klein om de juiste mensen binnen te halen. De heer Van Kuppeveld merkt een trend op dat er steeds vaker 'vriendelijke gesprekken' plaatsvinden tussen kleinere woningcorporaties om onderling op verschillende vlakken de samenwerking op te zoeken.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

EENS – De heer Van Kuppeveld is van mening dat dit door beiden dient te worden opgepakt waarbij het voordeel bij het oppakken hiervan door woningcorporaties is dat er 'betere' afspraken kunnen worden gemaakt omdat er geen sprake is van winstmaximalisatie.

- 3) De 'marktwaaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.**
EENS – De heer Van Kuppeveld geeft aan dat bij een transactie tussen woningcorporaties onderling de marktwaaarde in verhuurde staat een te hoog bedrag is. Er wordt immers tegen lagere huren dan in de markt gebruikelijk geëxploiteerd. Een gemeente 'ondersteunt' woningcorporaties op een aantal onderdelen in het realiseren van nieuwbouw, waaronder een lagere grondprijs (zie tevens 5 punten bij algemeen).
- 4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.**
HELEMAAL EENS – De rentepercentages zorgen er weliswaar voor dat je meer kan bouwen of aankopen, maar de heer Van Kuppeveld denkt dat dit in zijn algemeenheid in Nederland niet gebeurt is door andere zaken, gebrek aan locaties, gemeenten en provincies die tegenwerken, stikstof- en PFAS problematiek, etc.
- 5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.**
HELEMAAL EENS – De heer Van Kuppeveld denkt dat het een prima alternatief kan zijn, niet alleen voor de koper en gemeente, maar ook voor de gehele woningcorporatiesector. De heer Van Kuppeveld geeft aan dat door de aanwezigheid van specifieke financiële ratio's waaraan dient te worden voldaan juist een activa/passiva transactie situationeel interessanter kan zijn vergeleken met twee commerciële partijen die een vastgoedtransactie verrichten.
- 6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.**
HELEMAAL ONEENS – Dit antwoord sluit aan met de beantwoording van stelling nummer 5 waarbij de heer Van Kuppeveld aangaf dat door de aanwezigheid van specifieke financiële ratio's waaraan een woningcorporaties dienen te voldoen, een activa/passiva transactie situationeel interessanter kan zijn dan een traditionele vastgoedtransactie.
- 7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.**
HELEMAAL EENS – De heer Van Kuppeveld geeft aan dat juist woningcorporaties, doordat er niet wordt gestreefd naar winstmaximalisatie, zich extra inzet voor de leefbaarheid. De samenwerking tussen een gemeente en een woningcorporatie is van meerwaarde en het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector is zeker van toegevoegde waarde. Een activa/passiva transactie is hierbij een middel om dit te realiseren.

Algemeen

Het gesprek met de heer Van Baardewijk start met een korte introductie. De heer Van Baardewijk is als treasurer werkzaam bij woningcorporatie Vestia. Vestia is een saneringscorporatie en kan niet meer voldoen aan de volkshuisvestelijke opgave in de gemeenten waar men actief is. Om die reden is in het 'herijkt verbeterplan' besloten om het vastgoedbezit in 6 maatwerkgemeenten te verkopen aan andere woningcorporaties. Het behoud van de sociale woningvoorraad in deze 6 gemeenten is van belang om naar de toekomst toe ook de kwetsbare doelgroepen te kunnen blijven voorzien van een betaalbare huurwoning. Om die reden is verkoop van het vastgoedbezit in deze gemeenten aan marktpartijen onwenselijk, omdat deze in de toekomst het vastgoedbezit wellicht zouden kunnen gaan verkopen. De heer Van Baardewijk is als treasurer afgelopen paar jaar met andere woningcorporaties betrokken geweest om te komen tot verkoop van het vastgoedbezit door middel van activa/passiva transacties. Vanuit de over te dragen leningen zat de problematiek vooral in het mede overdragen van de interne lening en het bepalen van de juiste renteyieldcurve. Welke leningen overgedragen worden bij een eventuele transactie is mede afhankelijk van de situatie waarin de kopende woningcorporatie zich bevindt. Voorts heeft de heer Van Baardewijk tijdens het interview een aantal semi-gestructureerde vragen beantwoord op het gebied van de techniek van het prematuur aflossen van leningen met een hoge marktwaarde bij kredietverstrekkers. Dit wordt momenteel als zeer ongunstig ervaren omdat kredietverstrekkers voor zeer gunstige rentetarieven gelden kunnen aantrekken bij de Europese Centrale Bank (ECB). Er wordt dan ook bij het prematuur aflossen van een lening een relatief hoge marktwaarde van leningen gehanteerd wat aflossen onaantrekkelijk maakt, en daarmee een traditionele transactie ook in tegenstelling tot een activa/passiva transactie. Bij laatstgenoemde raakt de saneringscorporatie marktwaarde aan leningen kwijt zonder dure afkoopkosten.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

HELEMAAL EENS – De heer Van Baardewijk geeft aan dat kleine corporaties lokaal beter verweven zijn met de huurders en weten wat er speelt. Ook op het gebied van de klanttevredenheid scoren kleine corporaties beter dan grote corporaties is de beleving van de heer Van Baardewijk.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

NEUTRAAL – De heer Van Baardewijk is van mening dat als je als woningcorporatie voor de huurders bent die niet in staat zijn om op eigen kracht aan een woning te komen, woningcorporaties er ook dienen te zijn voor middenhuur. Kijkend naar de huidige regelgeving van passend toewijzen is bijna iedereen in Nederland aangewezen op de middenhuur. Echter, ook kijkend naar de huidige woningwet ligt de focus op de sociale huur.

3) De 'marktwaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

HELEMAAL ONEENS – De heer Van Baardewijk geeft aan dat de marktwaarde als verkoopprijs te laag is, vanuit het perspectief van verkoper. Indien er een veiling zou worden gehouden is een hogere transactieprijs in de huidige markt realistisch. Echter, dan zou het vastgoedbezit hoogstwaarschijnlijk aan een marktpartij worden verkocht. Een kopende woningcorporatie betaald over het algemeen niet meer dan de marktwaarde.

4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.

HELEMAAL EENS – Het is een kans om extra te investeren, maar het moet ook mogelijk zijn qua financiële ratio's voor een woningcorporatie. Daarnaast speelt er meer dan alleen de aankoop en nieuwbouw van huurwoningen. Ook bijvoorbeeld de grote verduurzamingsopgave en groot onderhoud zijn belangrijke speerpunten binnen de sector.

5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.

HELEMAAL EENS – De heer Van Baardwijk geeft aan dat het vanuit een verkopersperspectief van een saneringscorporatie zeer gunstig is. Het aflossen van 'dure' leningen is zeer kostbaar. Dat wordt in het geval van een activa/passiva transactie bespaard. Het aflossen en 'unwinden' van leningen bij een kredietverstrekker neemt ook extra kosten met zich mee.

6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.

HELEMAAL ONEENS – De heer Van Baardwijk geeft aan dat momenteel het afkopen van leningen als zeer ongunstig wordt ervaren omdat kredietverstrekkers voor zeer gunstige rentetarieven gelden kunnen aantrekken bij de Europese Centrale Bank (ECB). Er wordt dan ook bij het prematuur aflossen van een lening een relatief hoge marktwaarde van leningen gehanteerd wat aflossen onaantrekkelijk maakt en daarmee een traditionele transactie ook in tegenstelling tot een activa/passiva transactie. Bij laatstgenoemde raakt de saneringscorporatie marktwaarde aan leningen kwijt zonder dure afkoopkosten. Tot slot wordt aangegeven dat het voor niet-saneringscorporaties de vraag is wat verkopende woningcorporaties willen doen met de binnenkomende liquiditeiten indien er wordt gekozen voor een traditionele transactie.

7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

ONEENS – De heer Van Baardwijk geeft aan dat het voordeel vooral zit in het voorkomen van het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen en niet zozeer in het behoud van de sociale woningvoorraad. Het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen zit volgens de heer Van Baardwijk op het gebied van het acuut afrekenen van de contante waarde van het rentevershil en met name ook het verschil tussen de inkoop- en verkoopcurve van de renteyield.

Algemeen

Het gesprek met de heer Schudde begint met een korte introductie. De heer Schudde is als directeur Financiën bij Staedion betrokken geweest bij de volkshuisvestelijke taakoverdracht van het Vestia bezit in de maatwerkgemeente Pijnacker-Nootdorp door middel van een activa/passiva transactie. De heer Schudde geeft aan dat het een complexe transactie was omdat er op deze wijze in het verleden nog niet veel dergelijke transacties hebben plaatsgevonden. Staedion en Vestia hebben middels een 'pilot-traject' onderzocht wat de (on)mogelijkheden waren te komen tot een succesvolle transactie. Het overnemen van de gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) was voor Staedion randvoorwaardelijk. De door het ministerie van BZK aangestelde bestuurlijk regisseur heeft geholpen in het creëren van draagvlak en momentum bij alle betrokken actoren. Met name de (in)directe bijdrage vanuit de verschillende actoren om het volkshuisvestelijke gat voor het terugplaatsen van een aantal woningen vanuit niet-DAEB terug naar DAEB heeft hierbij zeker een positieve rol gespeeld. Gedurende het interview worden enkele van deze bijdragen besproken. Het element dat er door middel van een activa/passiva transactie een deel van de interne lening kan worden overgenomen maakt het een zeer interessante transactievorm. Er worden bij het overnemen van een gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) verhoudingsgewijs veel WSW geborgde leningen overgenomen. Wel is er door Staedion kritisch gekeken of de transactie niet ten koste zou gaan van de huidige reeds bestaande volkshuisvestelijke opgave. Er is veel aandacht gegeven in het 'meenemen' van de huurdersvereniging en de Raad van Commissarissen bij de voortgang van deze transactie.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

HELEMAAL EENS – De heer Schudde geeft aan dat de 'fusie tendens' er is. Dit komt mede door de invoering van de woningwet en toegenomen regelgeving. Ook het rapport 'Opgaven en Middelen woningcorporatiesector' zal ertoe leiden dat er een maatschappelijke vraag gaat komen om als dorpscorporatie ook buiten deze grenzen te denken. Dit kan leiden door een toenemende samenwerking tussen (kleine) corporaties en in de verdere toekomst tot meer fusies.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

HELEMAAL EENS – De heer Schudde is van mening dat de markt dusdanig verstoort is dat marktpartijen nagenoeg alleen woningen met een huurprijs van boven de € 1.000,- ontwikkelen. Woningcorporaties hebben daarom zeker een rol en taak om ook middenhuur tot € 1.000,- op te pakken. Ook de noodzakelijke doorstroming van huurders vanuit het sociale segment naar middenhuur is in het geding. Er zijn te weinig woningen in het middenhuur segment waardoor er ook onnodig woningen in het sociale segment 'bezet' worden gehouden door scheefhuurders.

3) De 'marktwaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

EENS – Voor onderlinge transacties tussen woningcorporaties is de beleidswaarde een logischere transactieprijs omdat er tegen eigen lagere beleidshuren wordt geëxploiteerd.

- 4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.**
EENS – De heer Schudde is het hiermee eens, maar is wel van mening dat gezien het veranderende politieke speelveld het gebruik van scenarioanalyses wel van belang is. En de vraag is tevens of naar de toekomst toe de rentelasten nog kunnen worden opgebracht. Het vastzetten voor een lange periode van de rente is dan ook wel van belang.
- 5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.**
EENS – De heer Schudde is het hiermee eens. Het element dat er door middel door het mede overnemen van een deel van de interne lening maakt de overname door middel van een activa/passiva transactie zeer interessant. Er worden bij het overnemen van een gehele volkshuisvestelijke taak (DAEB en niet-DAEB) verhoudingsgewijs veel WSW geborgde leningen overgenomen.
- 6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.**
ONEENS – De heer Schudde is het hiermee oneens. Juist een activa/passiva transactie is een interessante transactievorm door de financiële ratio's die binnen de woningcorporatiesector gelden.
- 7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.**
HELEMAAL EENS – Juist om structureel de laagste inkomensgroepen te kunnen blijven bedienen is juist het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector een meerwaarde. Marktpartijen zullen hier veelal op korte of lange termijn aan gaan tornen om rendement te behalen.

Algemeen

Het gesprek met de heer Weiman start met een korte introductie. Als teamleider Accounts bij het WSW is de heer Weiman betrokken bij de bepaling van het borgingsplafond van woningcorporaties en wordt er jaarlijks een risicoanalyse gemaakt van woningcorporaties op basis van 'financial en business risks'. Afgelopen jaar is de heer Weiman betrokken geweest bij een aantal activa/passiva transacties binnen de woningcorporatiesector. Het WSW kijkt bij het beoordelen van de gehele activa/passiva transactie onder andere naar de bedrijfseconomische logica en het risico. Voor WSW is het van belang dat er bij de transactie niet (in)direct niet-DAEB bezit wordt geborgd door de overnemende woningcorporatie. Alleen DAEB bezit mag worden geborgd. Indien de volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie wordt overgenomen waarbij er tevens niet-DAEB wordt overgenomen lost de techniek dit op door het tevens overnemen van een interne lening door de overnemende woningcorporatie. Er kan worden gesteld dat de Autoriteit woningcorporaties afgelopen jaar een 'beleidslijn' heeft geïntroduceerd waarbij er bij het overnemen van een volkshuisvestelijke taak door een woningcorporatie ook een deel van de interne lening kan worden overgenomen. Hierbij is het wel van belang dat bij de taakoverdracht de totale omvang van de interne lening verstrekt vanuit de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak op sectoraal niveau op geen enkel moment nu, en in de toekomst toeneemt. De hoogte van de over te nemen interne lening dient goed uitlegbaar te zijn door de betrokken woningcorporaties. De heer Weiman merkt op dat er binnen de woningcorporatiesector toch enige 'angst' zit op het overnemen van 'dure' leningen. Vanuit het perspectief van het WSW kan een activa/passiva transactie een goed alternatief zijn omdat er bij verkoop op traditionele wijze bij een verkopende woningcorporatie wel een alternatief moet zijn wat men met de inkomende kasstroom gaat doen. Het aankopen van vastgoed lukt door een schaarste aan bouwplannen en -locaties vaak niet. Er worden dan 'dure' marktwaarde van leningen afgelost. In het geval van een saneringscorporatie wordt het risicoperspectief weliswaar kleiner door het aflossen van leningen, maar in dat geval is er ook vastgoed uit de sector gevloeid (indien verkoop aan een marktpartij) maar wordt er acuut met een hoge boeterente aan banken afgelost waardoor er middelen uit de sector vloeien. Daarentegen kunnen bij een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties onderling, de kasstromen behouden blijven binnen de sector en tevens het totale sectorale risicoprofiel verbeteren.

Stellingen

1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.

HELEMAAL EENS - De heer Weiman geeft aan dat deze trend ook wordt herkend vanuit de empirie, zeker bij eenheden onder de 1.000 verhuureenheden. Het beeld is dat corporaties rond 2.500 verhuureenheden prima aan de volkshuisvestelijke opgave en administratieve verplichtingen kunnen voldoen. Of het uiteindelijk wenselijk is dat deze woningcorporaties verdwijnen, is arbitrair. Uiteindelijk is de wet- en regelgeving geïnitieerd door 'schandalen' bij grote woningcorporaties.

2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.

EENS – Het is logisch dat woningcorporaties middenhuur oppakken, want de wet biedt hier voldoende mogelijkheden toe. De heer Weiman merkt op dat er een trend waarneembaar is dat woningcorporaties hier meer invulling aan (willen) geven. De wet is wat betreft niet-DAEB redelijk zwart/wit. Er woning met een huur van € 775,- per maand en een BOG-plint zijn beiden niet-DAEB, maar bij het gebruik van de term niet-DAEB wordt over het algemeen door woningcorporaties gedoeld op middenhuur woningen. Het is de perceptie van de heer Weiman dat in de huidige tijdsgeest woningcorporaties ten tijde van de invoering van het scheidingsplan te veel niet-DAEB te hebben verkocht/afgestoten. En hier nu spijt van hebben.

- 3) De 'marktwaaarde in verhuurde staat' als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.**
 HELEMAAL ONEENS – De heer Weiman merkt dat er binnen de woningcorporatiesector enerzijds een 'stroming' is die denkt in beleidswaarde en anderzijds een 'stroming' die denkt in marktwaaarde. Als de beleidswaarde het vertrekpunt is compliceert dat het slagen van een activa/passiva transactie. De heer Weiman geeft voorts aan dat marktwaaarde ene prima prijs is omdat het vastgoed ook een (markt)waarde reflecteert aangezien het vastgoed blijft staan en een waarde vertegenwoordigd. Bij nieuwbouw speelt deze discussie niet, anders zal een aannemer niet starten met bouwen. Dan wordt er door een woningcorporatie vaak 'gewoon' gebouwd, ook al is er sprake van een onrendabele top op beleidswaarde.
- 4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.**
 HELEMAAL EENS – De heer Weiman geeft aan dat dit zeker het geval is. Woningcorporaties merken dat gelijk in gunstigere kasstromen. De heer Weiman merkt op dat over het algemeen woningcorporaties wel kansen hebben laten liggen, al zijn er ook woningcorporaties die juist hebben geprofiteerd van de lage rente en het bijkomende 'hefboomeffect' in de leningportefeuille. De heer Weiman merkt op dat ondanks de druk op de kasstroom door de invoering van de verhuurderheffing, etc. er afgelopen jaren op sectoraal niveau wel netto is afgelost op de totale WSW geborgde portefeuille.
- 5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.**
 EENS - De heer Weiman merkt op dat er binnen de woningcorporatiesector toch enige 'angst' zit op het overnemen van 'dure' leningen. Vanuit het perspectief van het WSW kan een activa/passiva transactie een goed alternatief zijn omdat er bij verkoop op traditionele wijze bij een verkopende woningcorporatie wel een alternatief moet zijn wat men met de inkomende kasstroom gaat doen. Het aankopen en nieuwbouw van vastgoed door woningcorporaties lukt door een schaarste aan bouwplannen en -locaties vaak niet.
- 6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.**
 ONEENS – De heer Weiman geeft aan dat woningcorporaties aan bedrijfsfinanciering doen. Door een goede spreiding van de leningportefeuille is renterisico al goed verdeeld over looptijden. Boekhoudkundig zorgt een activa/passiva transactie wel voor enige complexiteit door het afboeken van een (dis)agio over de resterende looptijd van de overgenomen lening. In het geval van een saneringscorporatie wordt het risicoperspectief weliswaar kleiner door het aflossen van leningen, maar in dat geval is er ook vastgoed uit de sector gevloeid (indien verkoop aan een marktpartij) maar wordt er acuut met een hoge boeterente aan banken afgelost waardoor er middelen uit de sector vloeien. Daarentegen kunnen bij een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties onderling, de kasstromen behouden blijven binnen de sector en tevens het totale sectorale risicoprofiel verbeteren.
- 7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.**
 HELEMAAL EENS – De heer Weiman geeft aan dat dit het geval is, maar dat dat niet alleen voor een activa/passiva transactie geldt, maar in transacties in zijn algemeenheid tussen woningcorporaties.

Bijlage 4: e-mail aan deelnemers expertgroep (2^e ronde – ‘Delphi Consensus Ronde’)

Geachte heer...,

In de eerste plaats wil ik u hartelijk danken voor het interview welke ik afgelopen periode heb mogen afnemen met u. De uitkomsten van de interviews hebben waardevolle informatie opgeleverd m.b.t. het onderzoeksonderwerp:

“Hoe kan binnen de woningcorporatiesector worden gekomen tot een activa/passiva transactie waarbij de sociale woningvoorraad behouden blijft?”

Leidraad voor de interviews waren de volgende 7 stellingen:

- 1) In de toekomst zullen er (o.a. door complexere wet- en regelgeving) steeds minder kleine woningcorporaties (< 2.500 verhuureenheden) actief zijn.
- 2) Het tekort aan middenhuur woningen dient zowel door marktpartijen, als woningcorporaties te worden opgepakt.
- 3) De ‘marktwaarde in verhuurde staat’ als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.
- 4) De historisch lage rentepercentages zijn een kans om extra te investeren in de aankoop en nieuwbouw van (sociale) en midden huurwoningen door woningcorporaties.
- 5) Een activa/passiva transactie kan voor een woningcorporatie ondanks de hoge vastgoedprijzen en lage rente een prima alternatief zijn ten opzichte van een traditionele vastgoedtransactie.
- 6) Door de lage rente kan een woningcorporatie beter een traditionele vastgoedtransactie doen i.p.v. een activa/passiva transactie.
- 7) De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

Samenvattend kan op basis van afzonderlijke interviews met de experts het volgende worden geconcludeerd. Binnen de expertgroep van 6 personen bent u gekwantificeerd als ‘expert...’.

	Stelling 1	Stelling 2	Stelling 3	Stelling 4	Stelling 5	Stelling 6	Stelling 7
Expert 1	N	HE	HO	E	HE	HO	HO
Expert 2	HE	E	N	HE	E	O	N
Expert 3	E	E	E	HE	HE	HO	HE
Expert 4	HE	N	HO	HE	HE	HO	O
Expert 5	HE	HE	E	E	E	O	HE
Expert 6	HE	E	HO	HE	E	O	HE
Consensus	JA	JA	NEE	JA	JA	JA	NEE

toelichting: helemaal eens: HE / eens: E / neutraal: N / oneens: O / helemaal oneens: HO

Met betrekking tot stelling #3 en #7 is er binnen de expertgroep geen consensus:

Stelling #3: De ‘marktwaarde in verhuurde staat’ als transactieprijs is een te hoge prijs voor woningcorporaties.

- Expert #1 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat de marktwaarde in verhuurde staat de waarde is, die het in de markt waard is. Het gaat met name over de discussie wie de volkshuisvestelijke afslag betaald wanneer er bij een activa/passiva transactie woningen van niet-DAEB wordt teruggeplaatst naar DAEB;
- Expert #2 (NEUTRAAL) geeft aan dat het centrale punt van discussie is wie de volkshuisvestelijke afslag voor zijn rekening neemt bij een vastgoedtransactie tussen woningcorporaties: de koper of de verkoper. Voor beide varianten valt een legitieme argumentatie te benoemen. Het hangt volgens de expert af van de omstandigheden waarin koper en verkoper zich bevinden. Zo kan er een omstandigheid zijn waardoor koper of verkoper niet in staat is om meer dan beleidswaarde te betalen omdat bijvoorbeeld de financiële ratio's het

niet toelaten en het anders ten koste zou gaan van de reeds bestaande volkshuisvestelijke opgave van een kopende woningcorporatie;

- Expert #3 (EENS) geeft aan dat bij een onderlinge transactie tussen woningcorporaties de marktwaarde in verhuurde staat een te hoog bedrag is. Er wordt immers tegen lagere huren dan in de markt gebruikelijk geëxploiteerd;
- Expert #4 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat de marktwaarde in verhuurde staat als verkoopprijs te laag is, vanuit het perspectief van verkoper. Indien er een veiling zou worden gehouden is een hogere transactieprijs in de huidige markt realistisch. Echter, dan zou het vastgoedbezit hoogstwaarschijnlijk aan een marktpartij worden verkocht. Een kopende woningcorporatie betaald over het algemeen niet meer dan de marktwaarde;
- Expert #5 (EENS) – Voor onderlinge transacties tussen woningcorporaties is de beleidswaarde een meer logische transactieprijs omdat er tegen eigen lagere beleidshuren wordt geëxploiteerd;
- Expert #6 (HELEMAAL ONEENS) merkt op dat er binnen de woningcorporatiesector enerzijds een 'stroming' is die 'denkt' in beleidswaarde en anderzijds een 'stroming' die 'denkt' in marktwaarde in verhuurde staat. Als de beleidswaarde het vertrekpunt is compliceert dat het slagen van een activa/passiva transactie. De expert geeft voorts aan dat marktwaarde in verhuurde staat een prima prijs is omdat het vastgoed ook een (markt)waarde reflecteert aangezien het vastgoed blijft staan en een waarde vertegenwoordigd. Bij nieuwbouw speelt deze discussie niet, anders zal een aannemer niet starten met bouwen. Dan wordt er door een woningcorporatie vaak 'gewoon' gebouwd, ook al is er sprake van een onrendabele top op beleidswaarde.

Stelling #7: De meerwaarde van een activa/passiva transactie tussen woningcorporaties zit in het behoud van de sociale woningvoorraad binnen de sector.

- Expert 1 (HELEMAAL ONEENS) geeft aan dat het niet te maken heeft met het behoud van sociale voorraad, maar dat het in het geval van een saneringscorporatie een financiële kwestie is. In het geval van saneringscorporatie Vestia was het doel om met de verkoop leningen af te lossen;
- Expert 2 (NEUTRAAL) geeft aan dat bij zowel een traditionele transactie als een activa/passiva transactie de sociale woningvoorraad behouden blijft binnen de woningcorporatiesector en dat er geen verschil in zit en/of meerwaarde levert;
- Expert 3 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat juist woningcorporaties, doordat er niet wordt gestreefd naar winstmaximalisatie, zich extra inzet voor de leefbaarheid. De samenwerking tussen bijvoorbeeld een gemeente en een woningcorporatie is van meerwaarde, en het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector is zeker van toegevoegde waarde. Een activa/passiva transactie is hierbij een middel om dit te realiseren;
- Expert 4 (ONEENS) geeft aan dat het voordeel vooral zit in het voorkomen van het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen en niet zozeer in het behoud van de sociale woningvoorraad. Het weglekken van volkshuisvestelijk vermogen ligt volgens de expert op het gebied van het acuut afrekenen van de contante waarde van het renteververschil en specifiek ook het verschil tussen de inkoop- en verkoopcurve van de renteyield;
- Expert 5 (HELEMAAL EENS) - Juist om structureel de laagste inkomensgroepen te kunnen blijven bedienen is juist het behoud van de sociale voorraad binnen de woningcorporatiesector een meerwaarde. Marktpartijen zullen hier veelal op korte of lange termijn aan gaan tornen om rendement te behalen;
- Expert 6 (HELEMAAL EENS) geeft aan dat dit het geval is, maar dat dat niet alleen voor een activa/passiva transactie geldt, maar in transacties in zijn algemeenheid tussen woningcorporaties.

Mijn vraag aan u is of u uw stellingname m.b.t. stelling 3 en/of stelling 7 wil herzien naar aanleiding van de beantwoording van de stellingen door de overige experts binnen de expertgroep. Indien u een stelling wil herzien, graag tevens aangeven wat de nieuwe stellingname is en de motivatie van aanpassing.

Met vriendelijke groet,
M.A.M. Immers