Investeren in bestaand vastgoed door woningcorporaties

Een verkenning van de financiële afweging op projectniveau

Tessel Driesprong
MSRE master thesis
Amsterdam School of Real Estate
juli 2020
1e beoordelaar drs. A.R. Maquard

Voorwoord

“Men moet reizen om te leren”

Deze uitspraak van Mark Twain kenmerkt mijn studie aan de Amsterdam School of Real Estate. Na ieder college ging om 19.00 uur de tas op de rug. Met een vol hoofd liep ik van de ASRE terug naar Amsterdam Centraal. In de trein denderde de les, de opgedane kennis en de discussies door in mijn hoofd. Vaak zat ik tegenover Paul Joosten, een bevlogen medestudent, die discussies verder liet doordenderen. Arnhem Centraal was mijn eindpunt, daar pakte ik de fiets uit de stalling en kon ik uitwaaien op de weg naar huis. Deze terugweg drie vakken lang. Ik heb ze gemist bij het schrijven van mijn scriptie, ik zal ze blijven missen. Ik wil iedereen bedanken die heeft bij gedragen aan het succesvol afronden van de studie. Mijn reis gaat door, ik heb nog genoeg te leren.

Tessel Driesprong

Arnhem, juli 2020

Managementsamenvatting

De corporatiesector heeft een belangrijke maatschappelijke opgave in het bestaande woningvoorraad. Tot 2050 moet de corporatiesector 2,4 miljoen woningen verduurzamen. Deze kosten bedragen bijna 52.000 euro per woning, wat in totaal neerkomt op 108 miljard euro (Sectorrapport CO2 neutraal, Aedes, 2018). Dit bedrag komt boven op de kosten voor het instandhoudingsonderhoud en groot onderhoud zoals het vervangen van badkamers, keukens, standleidingen en daken. Het corporatie bezit in Nederland bestaat voor een groot deel uit woningen uit de woningen met het bouwjaar 1970 tot 1990. Juist voor deze woningen ligt een investeringsopgave. Investeringen zijn onrendabel in bestaand vastgoed door bestaande huurders, bestaande kasstromen en aanwezige risico's in het huidige vastgoed. Betaalbaarheid is een belangrijke doestelling bij woningcorporaties. De opbrengstpotentie in de huur is daarbij beperkt. De druk op de investeringsruimte bij woningcorporaties is in de afgelopen jaren toegenomen door invoering van de Vennootschapsbelasting en verhuurderheffing. Bovenstaande ingrediënten komen allemaal bij elkaar in de financiële afweging van een investering. Een bewuste afweging over de mate waarin de investering financieel bijdraagt is gewenst. Hiermee staat de volgende vraag centraal in dit onderzoek:

Hoe beoordelen woningcorporaties financieel gezien op projectniveau investeringen in bestaand bezit?

Woningcorporaties verschillen in doelstelling van commerciële beleggers. Waar commerciële beleggers financieel rendement als doelstelling nastreven hebben woningcorporaties maatschappelijke doelen die ze moeten behalen, daarbij dient financiële continuïteit geborgd te worden. Dit verschil in rendementsdoelstelling tussen commerciële beleggers en woningcorporaties geeft op projectniveau verschil in uitgangspunten. In de laatste jaren zijn corporaties steeds meer gaan denken in termen van rendement en waardesturing.

Belangrijk bij een investeringsafweging zijn de termen rendement, waarde en risico. De investering heeft een rendement. Direct zijn dit de netto opbrengsten uit de exploitatie, indirect is dit de waardeontwikkeling. Het totale rendement dient voldoende te zijn om het risico af te dekken van de investeerder. Het bestaande bezit waarin wordt geïnvesteerd heeft al een huidig rendement en een huidige waarde. De afweging is in hoeverre de investering voldoende wordt gecompenseerd door een stijging van het rendement. Een commercieel belegger investeren als er voldoende compensatie is voor het risico. Het risico hangt af van het type vastgoed, daarbij geldt in de basis hoe risicovoller de exploitatie, des te hoger het verlangde rendement. De Weighted Average Cost of Capital (WACC) is een veel gebruikte methode om het minimale verlangde rendement, de rendementseis, te bepalen.

Commerciële beleggers streven naar marktconformiteit, een zo hoog mogelijk rendement tegen een aanvaardbaar risico. De keuze tussen marktconformiteit en maatschappelijke doelstellingen bij woningcorporaties betreft alle drie de thema's rendement, waarde en risico. Bij investeringen in bestaand bezit zijn er beperkingen om marktconforme kasstromen te realiseren. Deze beperkingen betreffen ook de waarde van het bezit. Dit betekent dat de marktwaarde van corporaties lager ligt dan die van beleggers. Een lager rendement betekent een lager risico dat een belegger dit rendement niet realiseert. De vergoeding, ofwel rendementseis, ligt bij een corporatie lager.

Onderzoekers stellen dat corporaties marktgerichtheid dienen na te streven. Dit is mogelijk door de maatschappelijke rol los te koppelen van de beleggersrol. Conijn (2012) stelt als oplossing een model waarin verschillende rollen binnen een corporatie worden benoemd. Hij spreekt van transparantie bij beslissingen. Verder betekent het maatschappelijke karakter van corporaties een lager rendement. Bij een investeringsbeslissing worden door toepassing van een DCF-methodiek

de toekomstige kasstromen contant gemaakt. Een woningcorporatie kan ervoor kiezen om marktconforme kasstromen door te rekenen, maar deze worden niet gerealiseerd. Marktconforme opbrengsten worden niet behaald door begrenzingen van de huur, en bovendien worden meer kosten gemaakt voor onderhoud en beheer. De vraag is of corporaties de beslissing maken op basis van een marktconforme uitgangspunten, waarmee inzicht wordt gegeven in de maatschappelijke bijdrage ten opzichte van de markt, of op een lagere realistische uitgangspunten, die meer aansluit bij de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen.

Het praktijkonderzoek is een beoordeling van het investeringsstatuut van woningcorporaties. Het investeringsstatuut van een woningcorporatie bevat het proces en de toetsing van investeringsbeslissingen binnen een woningcorporatie. In totaal zijn er 313 woningcorporaties. Voor het huidige onderzoek is gebruikgemaakt van het investeringsstatuut van 52 woningcorporaties (17 procent).

Vanuit het empirische deel zijn een vijftal beoordelingspunten bepaald. Resultaten uit het praktijkonderzoek zijn getoetst aan het empirische deel van het onderzoek. Hierbij is enerzijds ingegaan op de investeringsafweging, en anderzijds op de rendementseis. De beoordelingspunten zijn:

- Of de DCF-methodiek gehanteerd wordt voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit;
- Of de uitgangspunten in de methodiek marktconform zijn, waarbij uitgegaan wordt van:
- de marktwaarde als uitgangspunt voor de huidige waarde van het vastgoed;
- marktconforme kasstromen over de looptijd.
- Op welke manier de financiële bijdrage van de maatschappelijke opgave beoordeeld wordt.
- Of het risicocomponent bepaald is en opgenomen is in de rendementseis voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit.
- Op welke manier corporaties de gemiddelde kostenvoet van het vermogen bepalen.

De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn:

Voor de financiële beoordeling van investeringen door woningcorporaties, wordt de basis van de rekenmethodiek van beleggers gehanteerd.

Voor de financiële afweging van een investering berekent de belegger een beleggingswaarde, die dient te voldoen aan een minimale rendementseis. De meest toegepaste methodiek door beleggers is een IRR-methodiek in de vorm van een DCF-berekening. De uitkomst van deze berekening is het percentage dat het rendement aangeeft. Dit rendement wordt vervolgens afgezet tegen een rendementseis. Corporaties hanteren eenzelfde methodiek voor de afweging van een investering in bestaand bezit.

Beleidsmatige uitgangspunten in de methodiek hebben de voorkeur bij de afweging

Aangezien beleggers een commerciële doelstelling hebben, worden investeringsafwegingen gemaakt waarbij financieel rendement leidend is voor de keuze. Corporaties hebben echter maatschappelijke doelstellingen die zij willen behalen, waarbij zij financiële continuïteit nastreven. Deze maatschappelijke doelstelling betekent een lager financieel rendement, waarmee een maatschappelijk offer wordt gedaan. De overheid en toezichthouders willen transparantie voor dit maatschappelijk offer. Bij de investeringsafweging door woningcorporaties worden in mindere mate volledige marktconforme uitgangspunten toegepast bij de rendementsberekening dan door beleggers. Bij de bepaling van de rendementseis worden geen marktconforme uitgangspunten

gehanteerd en in de rendementsberekening worden marktconforme uitgangspunten en beleidsconforme uitgangspunten door elkaar heen gebruikt. Het overgrote deel van de corporaties hanteert de beleidswaarde en beleidskasstromen. Hiermee sluiten corporaties aan bij de vermogensontwikkeling op portefeuilleniveau, gesteld door de externe toezichthouder.

Veel verschillende uitgangspunten in berekening van het rendement en de rendementseis

De mix van verschillende marktconforme en beleidsmatige uitgangspunten in de berekening, zorgt voor verschillende uitkomsten. Door de verschillende berekeningsmethodieken, is het lastig om de rendementsuitkomsten van verschillende corporaties te vergelijken. De berekening van de minimale rendementseis lijkt echter hetzelfde bij de verschillende corporaties, want unaniem wordt gekozen voor de gemiddelde kostenvoet van het vermogen. Onderzoek toont aan dat verschillende methodieken tot diverse uitkomsten leiden. Het praktijkonderzoek laat zien dat rekenmethodieken bij corporaties zeer verschillend zijn, waarmee ook de rendementseis van corporaties verschillen. Dit kan van invloed zijn op het wel of niet kiezen voor een investering.

Inhoud

Voorwoord

Managementsamenvatting

1 Inleiding 8
1.2 Probleemschets 10
1.3 Doel van het onderzoek 10
1.4 Centrale vraag 10
1.5 Deelvragen 10
1.6 Onderzoeksopzet 11
1.7 Afbakening 11
1.8 Relevantie 12
1.9 Leeswijzer 12
2 Theorie 14
2.1 Rendement 14
2.2 Waarde 17
2.3 Risico 20
2.4 Conclusie theorie 21
3. Institutioneel kader 23
3.1 Historisch perspectief 23
3.2 Maatschappelijke doelstelling van woningcorporaties 24
3.3 Rendement 24
3.4 Waarde 27
3.5 Risico 30
3.6 Deelconclusie institutioneel kader 32
4 Praktijkonderzoek 34
4.1 Investeringstatuut 34
4.2 Populatie 34
4.3 Stratificatie en representativiteit 35
4.4 Analysebeslissingen 37
4.5 De kwaliteit van de steekproef 37
4.6 Analysemethode 38
4.7 Onderzoeksresultaten 38
5. Analyse van de resultaten 43
5.1 Methodiek van de investeringsafweging voor bestaand bezit 43
5.2 Uitgangspunten methodiek marktconform 43

5.3 Wijze van financiële beoordeling van bijdrage van de maatschappelijke opgave 44
5.4 Vertaling van risico naar rendementseis 45
5.5 Bepaling van de gemiddelde kostenvoet van het vermogen 45
6. Conclusie en discussie 47
6.1 Conclusie 47
6.2 Discussie, reflectie en aanbevelingen voor verder onderzoek 48
Bibliografie 51
Bijlage 1: Gegevens corporaties steekproef 53

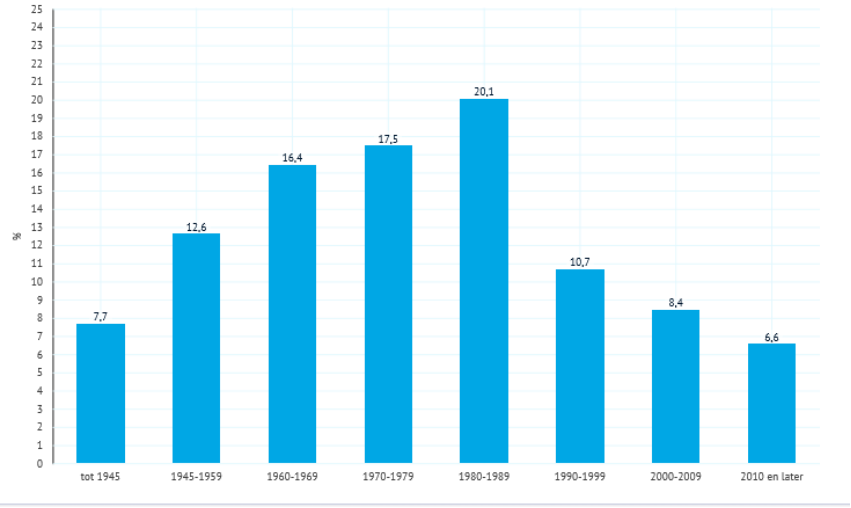
1 Inleiding

“Bij veel woningcorporaties leeft de zorg dat er niet meer sprake is van een duurzaam verdienmodel.” (Conijn, 2020) De zorg die in dit rapport wordt gesteld is dat in de afgelopen jaren voorwaarden verslechteren waaronder woningcorporaties de bestaande woningen moeten bouwen en beheren. In het rapport wordt gesteld dat deze verslechtering het gevolg is van de verhuurderheffing, de stijgende vennootschapsbelasting, de stijgende bouwkosten en de discrepantie tussen de stijging van de huur met inflatie en de stijging van de exploitatielasten die daar structureel boven liggen. Door de maatschappelijke taak investeren woningcorporaties onrendabel. Het artikel van Conijn (2020) laat zien dat de mate waarin onrendabel wordt geïnvesteerd toe neemt. De reden dat onrendabel wordt geïnvesteerd komt door de primaire taak van woningcorporaties, de taak is om ervoor te zorgen dat mensen met een laag inkomen goed en betaalbaar kunnen wonen. Goed betaalbaar wonen betekent dat woningcorporaties woningen beheren met een lange termijn horizon tegen een betaalbare huur die lager ligt dan de markthuur. De maatschappelijke taak is vastgelegd in de woningwet, die heldere regels met betrekking tot sociale huisvesting bevat. De kern is dat woningcorporaties woningen betaalbaar verhuren aan mensen met een laag inkomen. Dit is mogelijk doordat gemaakte rendementen direct terugstromen naar het vastgoed en doordat woningcorporaties relatief goedkope financiering kunnen aantrekken uit de markt. Dit laatste komt door de onderlinge borging via het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (hierna; WSW) en een garantstelling van de overheid. Het artikel van Conijn (2020) concludeert dat dit niet voldoende is voor een duurzaam bedrijfsmodel.

De ontwikkeling van het aantal sociale huurwoningen

Jaren van nieuwbouw en ontwikkeling hebben geleid tot een woningvoorraad van 2,3 miljoen sociale huurwoningen in 2017 (bron; syswov.datawonen.nl). Dit is 29,8 procent van de totale woningvoorraad in Nederland. Deze woningvoorraad is voor het overgrote deel in bezit van woningcorporaties. In lijn met de totale woningvoorraad, is de sociale-huurvoorraad vooral tot ontwikkeling gekomen na de Tweede Wereldoorlog. De woningnood en de wederopbouw na de Tweede Oorlog waren het begin van een periode van veel woningbouw. Het aantal nieuwbouwwoningen nam toe met als hoogtepunt het jaar 1973, waarin 157.000 woningen werden opgeleverd (zie figuur 1). De huidige sociale-woningvoorraad heeft vooral een groot aandeel woningen uit de bouwperiode 1970 tot 1989, namelijk 37,6 procent (zie figuur 2).

Figuur 1: Aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen per jaar (bron: CBS)



Figuur 2: Bouwperiode van de huidige sociale-woningvoorraad in percentages (bron: Aedes benchmark 2016)

Van nieuwbouw naar bestaande bouw

De intentie van de woningcorporaties is om in de toekomst het overgrote deel van de sociale woningvoorraad te blijven verhuren. Dit brengt noodzakelijk onderhoud met zich mee. Corporaties investeren echter ook in duurzaamheid en energie, brandveiligheid en asbestverwijdering. Investeringen door woningcorporaties in bestaande woningen zijn veelal onrendabel. Dit komt enerzijds door de investeringsambitie en anderzijds door de beperkte invloed op de opbrengstenkant. De huren moeten namelijk betaalbaar blijven voor de doelgroep.

Veel woningcorporaties stellen dat een nieuwbouwwoning een technische levensduur heeft van vijftig jaar. In deze vijftig jaar vindt onderhoud plaats dat gericht is op de instandhouding van de woning. In theorie kan een woning langer mee gaan dan vijftig jaar, als op enig moment geïnvesteerd wordt in een woningverbetering. Dit gebeurt vaak gelijktijdig met het onderhoud van de woning. Investeringsoverwegingen worden vaak rond het veertigste jaar van de woning gemaakt. Dit betekent dat woningcorporaties op dit moment grote investeringen doen in woningen uit de bouwperiode 1970 tot 1989. Aangezien de woningvoorraad van deze bouwperiode het grootst is, ligt er een duidelijke investeringsopgave voor woningcorporaties.

Politiek klimaat

Een belangrijk thema bij het investeren in bestaande woningen, is duurzaamheid. In het recente klimaatakkoord zijn ambities genoemd voor de woningvoorraad in Nederland. Woningcorporaties zijn daarbij aangewezen als voorlopers in deze verduurzamingsslag. Op basis van een eerste raming door woningcorporaties is gekeken naar de kosten die gemaakt moeten worden om de sociale huurwoningvoorraad te verduurzamen en CO^2-neutraal te maken. Deze kosten bedragen bijna 52.000 euro per woning, wat in totaal neerkomt op 108 miljard euro (Sectorrapport CO2 neutraal, Aedes, 2017). Dit bedrag komt boven op de kosten voor het instandhoudingsonderhoud en groot onderhoud zoals het vervangen van badkamers, keukens, standleidingen en daken. Dit betekent een toename van de uitgaven bij investeringen door woningcorporaties. Tegenover de duurzaamheidsambities heeft de rijksoverheid in de afgelopen tien jaar de belastingdruk voor

corporaties verhoogd. De druk op de investeringsruimte bij woningcorporaties is daarmee in de afgelopen jaren toegenomen door invoering van de Vennootschapsbelasting en verhuurderheffing.

1.2 Probleemschets

Gezien de bovengenoemde aard van het corporatiebezit, is de investeringsopgave voor woningcorporaties groot. De eisen die aan de verduurzaming van woningen gesteld worden, nemen toe. Daar tegenover staat een toename van de lastendruk, wat de investeringscapaciteit van de woningcorporaties verlaagt. Hierdoor neemt de druk op een goede investeringsafweging toe. Deze druk is bij bestaand vastgoed groter dan bij nieuwbouw. Bestaande huurders, bestaande kasstromen en bestaand vastgoed brengen meer risico's met zich mee en geven vaak een relatief laag rendement ten opzichte van nieuwbouw. De druk op de investeringsopgave en op de eisen die dit met zich meebrengt, legt ook een druk op de rendementen en op een goede methodiek van beoordeling van de investeringen. Waar een commercieel belegger een zo hoog mogelijk financieel rendement wil behalen met een investering, speelt bij een woningcorporatie ook het maatschappelijke belang mee in de afweging. Echter, het maatschappelijke belang laten prevaleren voor een project, betekent financieel een lager rendement. Op bedrijfsniveau heeft een onrendabel project weinig financiële gevolgen, maar met de gestelde investeringsopgave, heeft dit gevolgen voor de mate waarin deze investeringsdoelstellingen worden bereikt in de toekomst. De euro kun je maar een keer uitgeven. Een goede financiële afweging op projectniveau is daarom juist gewenst, een bewuste afweging over de mate waarin de investering bij draagt aan het vermogen.

1.3 Doel van het onderzoek

Het doel van dit onderzoek is om inzicht te krijgen in de financiële beoordeling op projectniveau van een woningcorporatie, toegespitst op het bestaande bezit in het sociale huursegment.

1.4 Centrale vraag

De centrale vraag van het onderzoek luidt:

Hoe beoordelen woningcorporaties financieel gezien op projectniveau investeringen in bestaand bezit?

1.5 Deelvragen

Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden, is een aantal deelvragen geformuleerd (zie tabel 1). Bij iedere vraag wordt verwezen naar het hoofdstuk waarin deze wordt beantwoord.

Deelvraag:	Beantwoord in hoofdstuk:
1. Hoe wordt in de theorie naar rendement, waarde en risico bij investeringen in bestaand vastgoed gekeken?	Hoofdstuk 2
2. Hoe kijkt het Instituut Woningcorporaties naar rendement, waarde en risico bij investeringen in bestaand vastgoed?	Hoofdstuk 3
3. Welke methodieken hanteren woningcorporaties om tot een financiële afweging te komen met betrekking tot investeringen in bestaand bezit?	Hoofdstuk 4

4. Wat zijn de verschillen in financiële toetsing tussen een commercieel belegger en een woningcorporatie?	Hoofdstuk 4

Tabel 1: Deelvragen

1.6 Onderzoeksopzet

Het onderzoek wordt opgezet volgens de TPA-structuur, met als doel om te komen tot beantwoording van de centrale vraag. TPA is een afkorting voor theorie, praktijk en analyse. Allereerst zijn aan de hand van empirisch onderzoek een theoretisch en een institutioneel kader geschetst. In een literatuuronderzoek is vervolgens een beeld geschetst van de achtergrond van de financiële afwegingen ten behoeve van een investering in bestaand bezit, en meer specifiek in de context van de maatschappelijke doelstelling van een woningcorporatie. Hierbij zijn als rode draad de waardering, het rendement en het risico gebruikt. De maatschappelijke doelstelling wordt nader belicht in de beschrijving van het institutioneel kader. Daarbij wordt een beeld geschetst van de specifieke kenmerken van bestaand bezit en van de onderdelen daarvan waarvan verwacht wordt dat deze een rol spelen in de afweging die een woningcorporatie maakt bij investeringen.
Na het schetsen van een theoretisch en institutioneel kader, is de investeringsafweging in de praktijk verkend. De keuze voor een kwalitatief onderzoek is gerechtvaardigd door de beschrijvende aard van het onderzoek. Ten behoeve van het huidige onderzoek hebben vijftig woningcorporaties hun investeringsstatuut beschikbaar gesteld. In het praktijkonderdeel van het onderzoek is de wijze van beoordeling van deze vijftig investeringsstatuten onderzocht. De resultaten hiervan geven een beeld van de toetsing op projectniveau door woningcorporaties als het gaat om hun bestaand bezit. Op basis van de resultaten wordt tenslotte vastgesteld in welke mate investeringen in bestaand bezit financieel worden beoordeeld aan de hand van een formeel investeringsstatuut. Voorts wordt geconcludeerd in hoeverre is deze afweging in lijn is met het theoretisch dan wel het institutionele kader. Op basis hiervan wordt een aantal adviezen en aanbevelingen geformuleerd.

1.7 Afbakening

In deze paragraaf wordt ingegaan op de manier waarop het onderzoek is afgebakend. Ten eerste richt het onderzoek zich uitsluitend op investeringen in bestaand bezit. Bij een investeringsbeslissing voor bestaand vastgoed worden aan de voorkant meerdere scenario's overwogen. Hierbij wordt een afweging gemaakt tussen renovatie, herontwikkeling of verkoop. In dit onderzoek wordt voorbij gegaan aan deze afweging. Het uitgangspunt is renovatie. Voor het begrip renovatie wordt in dit onderzoek uitgegaan van de definitie van Keeris (2001), die luidt: "Een renovatie is een zodanige architectonische, ruimtelijke of bouwkundige aanpak van een vastgoedobject, gericht op verbetering van het prestatieniveau, met behoud van de functie ervan, dat een renderende continuering van de exploitatie van dat object, rekening gehouden met de kosten van de renovatie, mogelijk wordt geacht."

Verder heeft het onderzoek uitsluitend betrekking op de sociale woningvoorraad, waarbij een huurprijs van maximaal € 737 (prijspeil 2020) wordt gehanteerd. Er wordt ook wel gesproken over bezit ten dienste van het algemeen en economisch belang (DAEB). Juist bij investeringsbeslissingen in dit segment is de afweging tussen financieel en maatschappelijk rendement namelijk een uitdaging, temeer omdat sprake is van een langere exploitatiehorizon, waardoor een renovatie op den duur nodig is.

In het onderzoek worden woningcorporaties vergeleken met commerciële beleggers. Met commerciële beleggers worden in dit onderzoek beleggers bedoeld met een directe vastgoedbelegging. De belegger is daarmee eigenaar van het vastgoed.

Het onderzoek is tot slot controleerbaar, doordat alle data in principe openbaar beschikbaar zijn. De onderzochte investeringsstatuten zijn daarbij in het bezit van de onderzoeker, en worden op verzoek gedeeld.

1.8 Relevantie

In deze paragraaf wordt ingegaan op de maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie van het onderzoek beschreven.

Maatschappelijke relevantie

Conijn et al. (2019) stellen dat corporaties mede door de onhaalbaarheid van de rendementsdoelstellingen bij nieuwbouw en renovaties, hun financiële toetsingskader met betrekking tot investeringen heroverwegen. De resultaten van het huidige onderzoek dragen bij aan meer inzicht van woningbouwcorporaties in de toepasbaarheid van financiële toetsing bij investeringen in bestaand bezit. Hierbij worden de vragen beantwoord op welke wijze een corporatie financiële keuzes maakt en waarin deze keuzes bij de verschillende corporaties overeenkomen en verschillen? Het belang hiervan is dat corporaties op een verantwoorde wijze keuzes maken op projectniveau, waarbij maatschappelijke doelen worden gerealiseerd en tevens de financiële continuïteit gewaarborgd blijft. Hierbij lijkt één onrendabel project in mindere mate impact te hebben op de portefeuille. Echter, als driehonderd woningcorporaties ieder één onrendabel project draaien, is de totale maatschappelijke relevantie van een goede financiële afweging wel degelijk van belang.

Wetenschappelijke relevantie

In het verleden is al veel onderzoek gedaan naar rendementen en rendementseisen bij investeringen. Specifiek onderzoek over de corporatiesector spitst zich de laatste jaren veelal toe op Vastgoedsturing en Asset management op portefeuilleniveau. Over de financiële afweging van een maatschappelijke organisatie op projectniveau is in mindere mate onderzoek gedaan. Juist op dit niveau is het wetenschappelijk relevant hoe de afweging wordt gemaakt in het discours van marktconformiteit en maatschappelijk belang.

1.9 Leeswijzer

Dit onderzoeksrapport vervolgt met een theoretisch kader, dat wordt verdeeld over hoofdstuk 2 en 3. In hoofdstuk 2 wordt het literatuuronderzoek gepresenteerd, met daarin de bespreking van theorie en achtergronden over het maken van financiële afwegingen bij het doen van investeringen. Hierbij vormen rendement, waarde en risico de rode draad. In hoofdstuk 3 wordt vervolgens een institutioneel kader geschetst, dat van belang is door de maatschappelijke doelstelling van een woningcorporatie en de politieke invloed die via bijvoorbeeld de Woningwet wordt uitgeoefend op de corporatiesector. Het institutionele kader geeft een beschrijving van het kader waarbinnen woningcorporaties zich mogen bewegen. Dit kader veroorzaakt belemmeringen en beperkingen voor woningcorporaties ten opzichte van de vrije markt. In hoofdstuk 4 wordt de methodologie van het huidige onderzoek verantwoord en worden de onderzoeksresultaten gepresenteerd. Hoofdstuk 5 verbindt vervolgens de theorie aan de praktijk

en in hoofdstuk 6 wordt de conclusie van het onderzoek beschreven en worden aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek.
Hoofdstuk 7 bevat een reflectie op het uitgevoerde onderzoek.

2 Theorie

In dit hoofdstuk wordt de eerste deelvraag beantwoord, die luidt:

Deelvraag 1: Hoe wordt in de theorie naar rendement, waarde en risico bij een investering in bestaand vastgoed gekeken?

Bij investeren in bestaand vastgoed is een belangrijke overweging de vraag wanneer een ingreep nodig is. De vraag is wanneer een belegger verwacht dat het vastgoed in exploitatie in de huidige staat niet meer voldoende bijdraagt aan de portefeuilledoelstelling. Door veroudering komt er namelijk een moment dat vastgoed (markt)technisch of economisch niet meer voldoet. Vaak gaan rendementen en waarden dalen en neemt het risico van de belegging toe. Er is een duidelijke relatie tussen Rendement, waarde en risico. Beleggers streven naar een zo hoog mogelijk rendement. Hierbij wordt gekeken naar een gewenst rendement/risico profiel.

In dit hoofdstuk wordt allereerst besproken hoe het rendement van een investering kan worden bepaald. Bij de berekening van dit rendement is het begrip waarde een belangrijk element. In de paragraaf waarde wordt dit belang nader uitgewerkt. Met betrekking tot het belang van de waardebepaling, wordt specifiek onderzocht welke methodieken passen bij een beleggingswaarde en hoe deze zich verhouden tot rendementsmethodieken. Daarna wordt bekeken hoe het gewenste risico en de vergoeding die hier minimaal tegenover moet staan om tot een juiste rendement afweging te komen bepaald worden.

2.1 Rendement

Om het rendement van een investering in bestaand vastgoed te bepalen, wordt een tweetal benaderingen veel gebruikt Bij rendementen wordt onderscheid gemaakt tussen aanvangsrendementen, gemiddelde rendementen en looptijdrendementen. Aanvangsrendementen betreffen enkel het rendement in het eerste jaar, terwijl gemiddelde rendementen en looptijdrendementen het rendement over een langere periode betreffen. De meest gebruikte rendementsbeoordelingsmethodieken bij bestaand vastgoed, zijn het bruto en netto aanvangsrendement of de internal rate of return.

2.1.1 Bruto en netto aanvangsrendement

Van Gool en Jager (2013) stellen dat het bruto aanvangsrendement (BAR) en het netto aanvangsrendement (NAR) vaak gebruikt worden bij het bepalen van het rendement. Het BAR is het geraamde bruto resultaat dat met de belegging wordt behaald in het eerste jaar. Het wordt als volgt berekend:

$$BAR = \frac{\text{Bruto markthuur bij volledige verhuur in jaar 1}}{\text{Totale investering}}$$

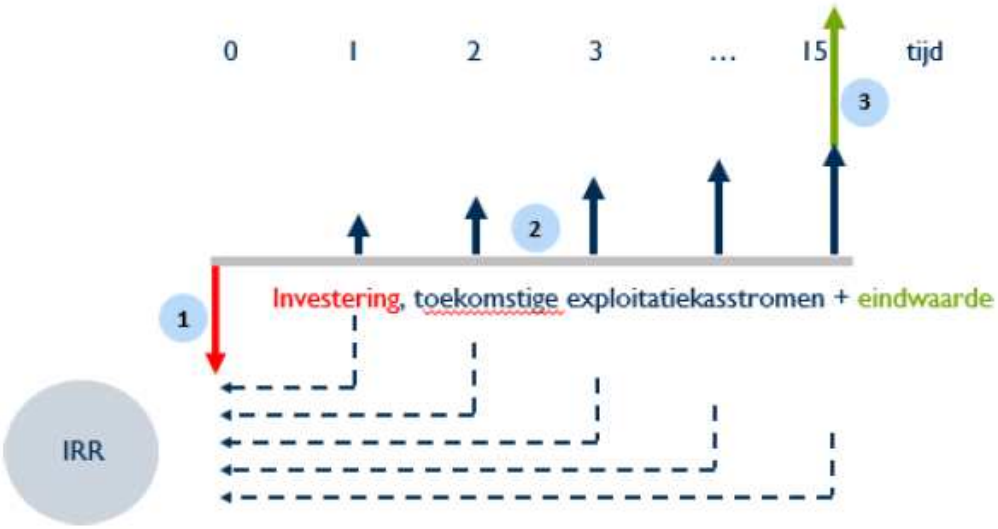
Voor een renovatie is de markthuur in jaar 1, de markthuur na de investering. Met de investering wordt naast de kosten van de renovatie ook de waarde van het huidige pand meegenomen. Het netto aanvangsrendement is een variant op het BAR. Het verschil zit in het feit dat de NAR rekening houdt met de exploitatielasten. De bruto huuropbrengsten in het eerste jaar worden verlaagd met de exploitatielasten in het eerste jaar. De berekeningswijze is daarmee als volgt:

$$NAR = \frac{\text{(Bruto markthuur bij volledige verhuur in jaar 1 - exploitatielasten in jaar 1)}}{\text{Totale investering}}$$

Bij investeringsafwegingen wordt het NAR veel minder gebruikt dan het BAR. Van Gool en Jager (2007) stellen dat dit vooral komt door de subjectiviteit bij het bepalen van de exploitatiekosten.

2.1.2 Internal rate of return

De internal rate of return (IRR) is het rendement dat over de gehele looptijd van een investering wordt behaald, ofwel het looptijdrendement van een belegging. Het looptijdrendement wordt bepaald door alle inkomende en uitgaande kasstromen over de looptijd contant te maken met een disconteringsvoet. Het disconteren van toekomstige geldstromen staat methodisch gezien beter bekend als de netto-contante-waarde-methode (NCW-methode) of in de Engelse vertaling de discounted cashflow method (DCF-methode). In het huidige onderzoek wordt de Engelse term gehanteerd. De omvang van de disconteringsvoet is een resultante. Het is die disconteringsvoet waarbij de contant gemaakt kasstromen gelijk zijn aan de totale investering. Dit is de investering die grotendeels in het begin wordt gedaan. In figuur 3 is een schematisch voorbeeld gegeven.



Figuur 3: IRR berekening Bron: Finance Ideas

In bovenstaand voorbeeld wordt de investering in jaar nul gedaan, terwijl de kasstromen zijn vastgesteld over een looptijd van vijftien jaar. Aan het einde van de looptijd vertegenwoordigt het vastgoed een waarde. Afhankelijk van de looptijd is de invloed van deze eindwaarde meer of minder duidelijk aanwezig. Bij een looptijd van tien jaar vertegenwoordigt deze eindwaarde tot 50 procent van de totale waarde. Hoe langer de looptijd is, des te groter de onzekerheid over de kasstromen is. Het is daarom bij commercieel beleggers gebruikelijk om een looptijd van tien tot twintig jaar te hanteren. De netto kasstromen en de eindwaarde vormen samen de opbrengst van de investering. De IRR is het percentage waarbij de contante waarde 0 is. Hiermee is de beleggingswaarde gelijk aan de investering. Commerciële beleggers hanteren een minimale rendementseis, hier dient een belegging minimaal aan te voldoen. De IRR-eis vormt de vergoeding voor het risico dat de investering met zich mee brengt. In paragraaf 2.4 wordt stilgestaan bij het risico van de investering. Afhankelijk van de looptijd bepaalt de eindwaarde een groter of minder groot deel van de waarde. Van Gool en Jager (2013) stellen dat bij een looptijd van tien jaar, de eindwaarde 50 procent van de totale waarde is. Daarbij bevat de investering in

een jaar nu in lijn met de BAR en de NAR ook de huidige waarde van het vastgoed vóór de investering, ofwel de inbrengwaarde.

2.1.3 De afweging bij de rendementsberekening

De BAR- en de NAR-methodiek zijn de relatief simpele methodieken. De voordelen hiervan zijn volgens Van Gool en Jager (2013) dat het een eerste indicatie is voor het rendement van een investering, dat eenvoudig kan worden vergeleken met het rendement van een alternatieve beleggingsvorm.
Een nadeel is echter dat de factor tijd niet, of in mindere mate, wordt meegenomen, terwijl de tijdswaarde van geld van belang is bij de investeringsafweging. Bij de berekening van het looptijdrendement als de IRR wordt wel rekening gehouden met de toekomstwaarde.

Geltner en Neufville (2018) noemen drie belangrijke redenen waarom de IRR, een DCF-methodiek, het meest bruikbaar is voor de financiële investeringsafweging van vastgoed, namelijk:

- De DCF-methodiek bevat de drie belangrijkste overwegingen bij een investering, zijnde kasstroom, tijd en risico.
- De DCF-methodiek is 'ingeburgerd' in de vastgoedsector, waarmee bedoeld wordt dat het een bekende rekenmethodiek is voor mensen die werkzaam zijn in de vastgoedbranche.
- De rekenmethodiek is op zichzelf efficiënt, wijd toepasbaar en niet ingewikkeld. Bovendien is de doorrekentijd van een model kort.

Jacobs en Shivdasani (2012) geven in hun artikel aan dat onderzoeksresultaten van een onderzoek door "The Association For Financial Professionals" laat zien dat 80 procent van de driehonderd respondenten bij investeringsafwegingen gebruikmaakt van de DCF-methodiek. Dit onderzoek gaat wel breder dan een investering in alleen vastgoed, maar laat wel een verband zien met het door Geltner en Neufville (2018) gestelde punt dat het een bekende rekenmethodiek is. Daarbij is een duidelijke overeenkomst zichtbaar tussen Van Gool en Jager (2013) en Geltner en Neufville (2018) met betrekking tot de factor tijd. Zoals gesteld komt het element tijd wel voor in de DCF-methodiek en niet in de BAR- en NAR- methodiek. Allebei stellen de onderzoekers dat dit een belangrijk voordeel van de DCF-methodiek is ten opzichte van de BAR- en NAR-methodiek.

2.1.4 Deelconclusie rendement

Het verschil tussen de DCF methodiek en de BAR- en NAR-methodiek bij het bepalen van het rendement van investeringen zit hem vooral in het element tijd. Bij het aanvangsrendement wordt uitsluitend naar het eerste jaar gekeken. Dit geeft enig inzicht, maar de tijdswaarde van geld wordt als belangrijk element gezien, en dit ontbreekt in de basis bij de BAR- en NAR-methodiek. Daarbij heeft de DCF-methodiek een duidelijke voorkeur in de praktijk, wat wordt onderkend door theoretici.

Zowel bij de BAR-, de NAR- als de IRR-berekeningen heeft de inbrengwaarde een belangrijke invloed op de investeringsbeoordeling. Bij de IRR-berekening geldt dit ook voor de eindwaarde. Afhankelijk van de looptijd kan de inbrengwaarde de helft van de waarde bepalen. Deze inbrengwaarde is de marktwaarde, waarbij volgens de IRR-benadering zoals gezegd een beleggingswaarde wordt berekend. In de volgende paragraaf wordt het verschil tussen de marktwaarde en beleggingswaarde uiteengezet, en wordt beschreven hoe tot een marktwaarde wordt gekomen.

2.2 Waarde

Zoals in de vorige paragraaf is gesteld, vormt de waarde een belangrijk onderdeel van de beleggingswaarde in de DCF-methodiek. In het kader hiervan wordt in deze paragraaf stilgestaan bij het onderscheid tussen de marktwaarde en de beleggingswaarde. Voorts wordt de plaats van de beleggingswaarde in de bestaande regelgeving benoemd. Hierbij worden enkele specifieke elementen genoemd, die van belang zijn voor het institutionele kader, en meer specifiek voor woningcorporaties. De marktwaarde is leidend in de waardebepaling bij commerciële beleggers. Deze kan op verschillende manieren bepaald worden. Uiteengezet wordt waarom de inkomstenbenadering passend is voor verhuurd vastgoed. Tevens worden de methodieken bij deze benadering toegelicht. Afsluitend wordt de methodiek benoemd die, mede vanuit de praktijk, de voorkeur heeft.

2.2.1 Marktwaarde en beleggingswaarde

Het afwegen van een investering in bestaand woningvastgoed is een beleggingsafweging. Van Arnhem (2013) stelt dat marktwaarde behoort tot het 'value-concept', waarbij uitgegaan wordt van een transactiegedachte, ofwel de geschatte prijs van een theoretische transactie. De marktconformiteit vormt hierbij een belangrijke basis. De waarde voor een belegger, ofwel de beleggingswaarde, is subjectief. Hierin verschilt de beleggingswaarde van de marktwaarde. Van Arnhem (2013) stelt hierover: "Beleggingswaarde is een rekkelijker begrip dat is gestoeld op het worth-concept, wat wil zeggen dat uitgegaan wordt van de economische betekenis van een object voor de persoon van de (gegadigde) eigenaar." Geltner en Neufville (2018) hebben een vergelijkbare omschrijving van de beleggingswaarde: "The price property owners would be willing to sell the property for if they had to sell that low." Een vergelijking tussen marktwaarde en beleggingswaarde wordt door Lusht (2012) in lijn met van Arnhem (2013) gemaakt. Lusht (2012) stelt: "Market value is a "same for all" while investment value is investor-specific"
Deze drie uitspraken stellen hetzelfde, namelijk dat het de waarde betreft die een belegger eraan toekent. Een investering in bestaand bezit wordt gedaan zodra de opbrengst hoger is dan de beleggingswaarde. Marktwaarde vormt een belangrijke input bij de bepaling van deze beleggingswaarde.

2.2.2 Beleggingswaarde in regelgeving

De belangrijkste taxatiestandaard voor het bepalen van een waardering, is de Internationale Taxatiestandaard (hierna; IVS) . Deze standaard is opgezet door de International Valuations Standards Council. Het gebruik van de standaard is niet (wettelijk) verplicht, maar wordt wel veel toegepast in andere standaarden. Zo past de Royal Institute of Charted Surveillers de IVS toe, en zijn de standaarden geïntegreerd in de International Financial Reporting Standards (hierna: IFRS). Sinds 2005 is de toepassing van IFRS verplicht in Europa.
De beleggingswaarde wordt in de IVS gezien als een niet-marktwaarde-gerelateerd begrip. De IVS-definitie van het niet-marktwaardebegrip de gebruikswaarde, is: "de waarde die een specifiek vastgoed heeft voor een specifiek gebruik en voor een specifieke gebruiker, de relatie met de markt ontbreekt." Dit waardebegrip is gericht op de waarde die dit specifieke vastgoed heeft voor de entiteit waarvan het een onderdeel is, zonder de hoogste potentiële gebruikswaarde van het vastgoed of de opbrengst die bij verkoop behaalt kan worden in beschouwing te nemen (Berkhout & Hordijk, 2008). IFRS maakt deze definitie van de IVS concreter. In een vertaling van IFRS door Berkhout en Hordijk (2008) wordt gesteld dat de gebruikerswaarde de huidige waarde is van de geschatte toekomstige opbrengsten, afkomstig van het voortdurend gebruik van het vastgoed, inclusief de verkoopopbrengst of sloopkosten aan het eind van het gebruik ervan. De

IVS stelt evenals Van Arnhem (2013) dat de relatie met de markt ontbreekt. Ook hier komt het specifieke gebruik voor een specifieke gebruiker naar voren. Daarbij geeft IFRS richting aan de methodiek van bepaling van een beleggingswaarde door te stellen dat het de geschatte toekomstige opbrengsten van het voortdurend gebruik betreft.

2.2.3 Bepaling van de marktwaarde

Het rendement van een woningbelegging heeft een duidelijk verband met de waarde en waardeontwikkeling van die belegging. Het rendement van een woningbelegging draagt bij aan de waarde van de woning. In paragraaf 2.2 is geconcludeerd dat de waarde ook een belangrijk onderdeel vormt van de rendementsberekening. Dit geldt in het bijzonder bij bestaand vastgoed. Conijn et al (2018) stellen dat een hogere marktwaarde zorgt voor een lager aanvangsrendement. Hierbij is sprake van een causaal verband tussen de hoogte van de marktwaarde en de hoogte van het aanvangsrendement. In deze paragraaf worden de verschillende benaderingen met betrekking tot de bepaling van de marktwaarde beschreven. Deze benaderingen worden vervolgens in historisch perspectief geplaatst. Hierna wordt ingegaan op de gewenste benadering en de verschillende methodieken binnen deze benadering. Tot slot wordt de aansluiting van de gewenste benadering in de theorie op de praktijk beschreven.

Drie benaderingswijzen

In de literatuur worden drie benaderingswijzen gehanteerd om de waarde van het vastgoed te bepalen (Ten Have, 2011; Lusht, 2001), die kunnen worden beschouwd als ‘familie’ van de waarderingsmethoden. De drie benaderingswijzen zijn soms moeilijk van elkaar te onderscheiden, omdat ze gedeeltelijk overlappen. Ten Have (2011) noemt de volgende drie benaderingswijzen:

- de comparatieve benadering;
- de inkomstenbenadering;
- de kostenbenadering.

Van Gool en Jager (2013) hanteren nagenoeg dezelfde methoden om de marktwaarde en de beleggingswaarde voor vastgoedobjecten te bepalen. Het verschil is echter dat van Gool en Jager (2013) een tweetal methoden (de residuele-waarde-methode en grondquotenmethode) afzonderlijk benoemen, terwijl ten Have (2011) deze beide onder de inkomstenbenadering schaart.

De gewenste benadering voor verhuurd vastgoed: de inkomstenbenadering

Voor verhuurd vastgoed, waarbij de eigenaar en de gebruiker verschillende partijen zijn, zijn niet alle benaderingen van toepassing. De comparatieve benadering en de kostenbenadering zijn niet of in mindere mate toepasbaar op verhuurd vastgoed. Ten Have (2011) stelt dat de vergelijkende methodiek alleen van toepassing is op leegstaande objecten of als sprake is van een eigenaar-gebruiker die het object leeg kan opleveren. Bij investeringen in bestaand vastgoed is dit echter niet het geval. Van Gool en Jager (2013) stellen dat de kostenbenadering beperkt geschikt is voor de bepaling van de marktwaarde. Deze methodiek is vooral geschikt voor vastgoed waarvoor geen markt is, ofwel specifiek vastgoed. Aangezien voor woningen voldoende markt is, is deze methodiek weinig relevant. Het huidige onderzoek spitst zich toe op verhuurd vastgoed, waarvoor de inkomstenbenadering volgens de theorie de gewenste methodiek is.

Methodieken van waardebepaling volgens de inkomstenbenadering

De inkomstenbenadering heeft meerdere methodieken om tot een waarde te komen. Bij de inkomstenbenadering worden de inkomsten en uitgaven van het te taxeren object bekeken. Dit kan enerzijds door kapitalisatie van de inkomstenstroom van een bepaald jaar. Ook kan worden gekeken naar een langere periode in de toekomst. Hierbij worden toekomstige inkomsten over een bepaalde periode verdisconteerd. De waarde wordt verkregen het kapitaliseren of disconteren van inkomsten. Ten Have (2011) stelt de volgende taxatiemethodieken om een waarde te bepalen vanuit de inkomstenbenadering:

- het kapitaliseren van huurwaarden of huurprijzen;
- het disconteren van toekomstige geldstromen (de DCF-methodiek);
- de residuele methode voor (her)ontwikkelingsvastgoed en (ruwe) bouwgrond.

Het kapitaliseren van huurwaarden of huurprijzen
Twee methoden die Ten Have (2011) beschrijft, zij zoals gezegd de BAR- en de NAR-methode. De BAR- en NAR-methodiek zijn eerder beschreven in paragraaf 2.1.1. Het verschil is dat bij de vaststelling van het rendement het BAR en het NAR outputvariabelen zijn, bij het bepalen van de waarde zijn het BAR en het NAR daarentegen de inputvariabelen op basis waarvan de waarde wordt bepaald. De waarde van een object wordt afgeleid van de huurinkomsten die het object opbrengt. De huurinkomsten worden afgeleid van vergelijkbare transacties.

Disconteren van toekomstige geldstromen
Bij de DCF-methodiek wordt de waarde berekend door alle te verwachten ontvangsten en uitgaven in de toekomst tot aan het moment van de waardebepaling contant te maken. De werking van deze methodiek is uitgebreid aan de orde geweest in paragraaf 2.1.2. Het belangrijke verschil tussen de beleggingswaarde en de marktwaarde is dat de disconteringsvoet zoals gesteld in paragraaf 2.1.2, een output is bij het bepalen van de beleggingswaarde. Bij de bepaling van de marktwaarde is dit een inputparameter, die bepaald wordt aan de hand van marktreferenties.

De residuele methode voor (her)ontwikkelingsvastgoed en (ruwe) bouwgrond
De residuele methode voor (het)ontwikkelingsvastgoed en (ruwe) bouwgrond is specifiek geschikt bij vastgoed met ontwikkelpotentie. Hierbij wordt namelijk de waarde voor de toekomstige toestand bepaald. Gekeken wordt naar de bestemming en het gebruik dat de toekomstige gebruiker of eigenaar voor ogen heeft. Deze waarde wordt verminderd met de kosten die deze moet maken en het risico dat hij loopt tijdens deze toekomstige ontwikkeling. Voor het bepalen van de waarde van bestaand vastgoed binnen de kaders van het huidige onderzoek, is deze methodiek niet van toepassing. In lijn met de bepaling van het rendement is voor de waardebepaling voor verhuurd vastgoed de BAR- of NAR-methodiek met de DCF-methodiek de gewenste methodiek.

De inkomstenbenadering in de praktijk

In de theorie wordt de inkomstenbenadering zoals gezegd gezien als gewenste optie, waarbij twee methodieken mogelijk zijn. Volgens de Europese waardestandaard IFRS is de inkomstenbenadering zoals gezegd de meest geschikte methodische richting voor de waardebepaling (zie paragraaf 2.2.2). Daarop aanvullend stelt ook het Nederlands recht in art. 11 van het Besluit actuele waarde dezelfde methodiek vast. Het Besluit actuele waarde stelt dat de contante waarde van de geschatte toekomstige kasstromen als benadering van de marktwaarde

gehanteerd wordt. Dit sluit aan bij de inkomstenbenadering, en in het bijzonder bij de DCF-methodiek. Ook uit nader onderzoek blijkt dit de gewenste en meest toegepaste methodiek is. Volgens IPD Nederland wordt in Nederland bij institutionele beleggers 80 tot 90 procent van de woningcomplexen gewaardeerd volgens de DCF-methode (bron: IPD/ROZ Nederlandse vastgoedindex). Ook uit onderzoek van Buisman en Rooks (2012) blijkt dat de DCF-methode populair is. Zij concluderen op basis van eerder onderzoek dat 49 procent van de internationale vastgoedondernemingen over de jaarrekening 2010/2011 exclusief de DCF-methode hanteert en nog eens 31 procent deze methode toepast met andere methoden ter controle.

2.2.4 Deelconclusie waarde

In deze paragraaf is het belang van waarde voor de financiële afweging vastgesteld. De belegger maakt de afweging voor de belegging op basis van de waarde die de belegging voor hem heeft. Onderdeel in deze berekening vormt de marktwaarde. De inkomstenbenadering is de gewenste benadering om de marktwaarde voor verhuurd vastgoed te bepalen. De methodiek die volgens de theorie en in de beleggingspraktijk het meest wordt gebruikt voor de bepaling van de marktwaarde, is de DCF-methodiek. Zowel in de regelgeving als in de jaarrekeningen van vastgoedondernemingen wordt deze methodiek het meest toegepast.

2.3 Risico

Naast rendement en waarde, is het aanvaardbaar risico een factor die van belang is bij investeringen in bestaand bezit. Hoe groter het risico, hoe hoger het vereiste rendement is. De methodieken om het vereiste rendement te bepalen, worden beschreven in paragraaf 2.3.1. Op basis van de eerder bepaalde gewenste rekenmethodiek van rendement, de DCF-methodiek, wordt vervolgens verder ingegaan op de meest gehanteerd methodiek voor het bepalen van de rendementseis, zijnde de weighted-average-cost-of-capital-(WACC-)methodiek.

2.3.1 De rendementseis

De mate van risico van een investering hangt af van het type investering. Beleggers verschillen van elkaar in de mate van de bereidheid om risico te dragen en de vergoeding die zij vragen voor het dragen van dit risico. Deze minimale vergoeding voor het risico wordt de rendementseis genoemd. Van Gool en Jager (2013) noemen meerdere methodieken om deze rendementseis te bepalen. De rendementseis kan bepaald worden op basis van:

- het gemiddelde (verwachte) rendement van huidige portefeuille;
- vergelijkbare rendementen in de markt;
- de financieringskosten van de belegger;
- de rendementopslagmethodiek.

2.3.2 De WACC-methodiek

Een veel gebruikte methode om de rendementseis te bepalen, is de WACC-methodiek. Hierbij wordt naar de financieringskosten gekeken, in combinatie met de rendementopslagmethodiek. Voor vreemd vermogen kijken beleggers naar de kapitaalskosten en voor het eigen vermogen wordt het risico bepaald volgens de rendementopslagmethodiek. Vaak wordt een gemiddelde gehanteerd van de kosten van het vreemd vermogen en het eigen vermogen.

2.3.3 Kosten eigen vermogen

Uit onderzoek van Jacobs en Shivdasani (2012) is gebleken dat 90 procent van de respondenten het Capital Asset Pricing Model (CAPM) gebruikt om de kosten van het eigen vermogen te

bepalen, en daarmee het risico in te schatten. Deze methodiek is in 1964 ontworpen door William Sharpe en John Lintner. De methodiek stelt dat beleggers risico lopen, hiervoor vragen zij een vergoeding. Sharpe (1964) stelt dat het risico opgedeeld kan worden in marktrisico en specifieke risico. Specifieke risico's gelden enkel voor een bepaalde onderneming of branche. Een belegger kan door diversificatie de specifieke risico's beperken. Voor het overgebleven marktrisico wordt een vergoeding gevraagd. Aangezien dit niet weggediversifieerd kan worden, moet iemand dit dragen. De omvang van dit marktrisico wordt gemeten aan de hand van de 'Bèta'. De bèta is een statistische grootheid , deze wordt berekend als een verhouding tussen het totale risico van de investering en het marktrisico. Een hogere Bèta betekent dat de belegging meer marktrisico bevat, en dat beleggers daarmee een hogere compensatie vragen voor het marktrisico van de belegging. De vergoeding voor het marktrisico komt als risico-opslag op het risicovrije rendement.

2.3.4 Kosten vreemd vermogen

De kosten van het vreemd vermogen kan iedere belegger relatief eenvoudig vaststellen. Toch stellen Jacobs en Shivdasani (2012) dat een onderzoek van The Association for Financial Professionals (AFP) laat zien dat er verschillen zijn in de benadering van deze kosten, namelijk:

1. Door 34 procent van de beleggers werd de huidige of toekomstige marktrente als basis genomen.
2. Door 37 procent van de beleggers werd de huidige gemiddelde rente van de uitstaande-leningenportefeuille als basis genomen.
3. Door 29 procent van de beleggers werd de historische rente van de leningen van het bedrijf als basis genomen.

Daarbij hanteerden de bedrijven ook verschillende methodieken voor het corrigeren van de kapitaalskosten als gevolg van aftrekbare rentekosten voor de belasting. Jacobs en Shivdasani (2012) concluderen in hun onderzoek dat de diverse aannames veel impact hebben op het wel of niet doorgaan van investeringen.

2.3.2 Deelconclusie risico

Voor het te lopen risico wil de belegger een vergoeding. Deze minimale vergoeding wordt gesteld als de rendementseis bij een investering. Een veelgebruikte methodiek is de WACC-methodiek. Deze sluit aan bij de gewenste rendementsberekening conform een DCF-methodiek. Een veelgebruikte methodiek voor het bepalen van voor de vergoeding voor het ingebrachte eigen vermogen, is de CAPM-methodiek. Hierbij wordt een marktconforme vergoeding gevraagd voor het risico dat de belegger loopt. De WACC bestaat uit een minimale vereiste vergoeding voor het rendement op het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Wat betreft het rendement op het vreemd vermogen lijkt vaststelling eenvoudig. Onderzoek toont wel aan dat verschillende aannames veel impact hebben op het wel of niet doorgaan van investeringsbeslissingen.

2.4 Conclusie theorie

De deelvraag die in dit hoofdstuk centraal stond, luidde:

Deelvraag 1: Hoe wordt vanuit de theorie naar rendement, waarde en risico bij een investering in bestaand vastgoed gekeken?

Voor dit theoretisch kader is onderzoek gedaan naar de begrippen rendement, waarde en risico. Geconcludeerd kan worden dat rendement, waarde en risico sterk met elkaar zijn verbonden. De theorie stelt dat de beleggingswaarde bij voorkeur volgens de DCF-methodiek wordt bepaald. Deze berekenmethode hanteert de factoren tijd, kasstroom en risico. Voorts tonen de aangehaalde onderzoeken aan dat de methodiek in alle gevallen ingebed is in de praktijk.

Verder wordt in de theorie uitsluitend stilgestaan bij een zo hoog mogelijk rendement als doelstelling tegen een aanvaardbaar risico, waarbij de marktwaarde het uitgangspunt is bij bestaand vastgoed. In de inleiding van dit rapport werd aangegeven dat woningcorporaties meerdere doelstellingen hebben. Financiële continuïteit is een belangrijk kader waarbinnen die doelstellingen dienen te worden behaald. In het institutionele kader wordt stilgestaan bij rendement, waarde en risico vanuit het perspectief van de woningcorporaties.

Om het risico te bepalen, wordt veelal de WACC-methodiek toegepast. De uitkomsten bij het hanteren van deze methodiek, zijn multi-interpretabel door verschillende uitgangspunten bij de berekening , wat kan leiden tot verschil in uitkomst of een investering wel of niet haalbaar is.

Vanuit de theorie zijn de volgende beoordelingscriteria opgesteld voor het praktijkonderzoek:

a. De DCF-methodiek wordt gehanteerd voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit.
b. De uitgangspunten in de methodiek zijn marktconform: - Marktwaarde als uitgangspunt voor de huidige waarde van het vastgoed; - Marktconforme kasstromen over de looptijd.
c. Het risicocomponent is bepaald en opgenomen in de rendementseis voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit.

3. Institutioneel kader

In dit hoofdstuk wordt de tweede deelvraag beantwoord, die luidt:

> Deelvraag 2: Hoe kijkt het Instituut Woningcorporaties naar rendement, waarde en risico bij investeringen in bestaand vastgoed gekeken?

Dit hoofdstuk geeft een beschrijving van het institutionele kader van het huidige onderzoek. Het doel van dit hoofdstuk is om inzage te geven in het speelveld waarbinnen het onderzoek zich afspeelt en in hoe woningcorporaties kijken naar rendement, waarde en risico bij investeringen in bestaand bezit. Een vraag hierbij is wat specifiek is voor een woningcorporatie en hoe dit zich verhoudt tot de theorie die in het vorige hoofdstuk beschreven is. In dit institutionele kader worden verschillen tussen woningcorporaties en commercieel beleggers benoemd. Om het huidige speelveld voor woningcorporaties te begrijpen, is het van belang om inzicht te hebben in het historisch perspectief. Daarnaast is het van belang om de maatschappelijke doelstelling te belichten, afgezet ten opzichte van de doestelling van een commercieel belegger. In lijn met het theoretische deel wordt daarna stilgestaan bij rendement, waarde en risico.

3.1 Historisch perspectief

Jaartal	Belangrijke gebeurtenis	Toelichting
1852	oprichting eerste woningcorporatie	De eerste woningcorporatie wordt opgericht in Amsterdam "De Vereeniging ten behoeve der arbeidersklasse te Amsterdam"
1901	Invoering van de Woningwet	Particuliere organisatie kunnen met overheidsgeld gaan bouwen voor het algemeen belang. De grondgedachte van de wet is: ?Woningcorporaties behoren zoveel mogelijk op eigen benen te staan en moeten bedrijfseconomisch zelfstandig kunnen zijn. (Snuverink, 2006)
1945	De overheid bepaalt	Er ontstaat na de tweede wereldoorlog grote woningnood. Met steun van de overheid bouwen vooral gemeentelijke woningbedrijven en de toegelaten woningbouwverenigingen. De overheid bepaalt de norm met "woningwetwoningen".
1962	Start verzelfstandigingsproces	Commissie de Roos pleit voor meer vrijheid voor corporaties, mede op financieel gebied.
1989	Oprichting Waarborgfonds Sociale Woninbouw (WSW)	Terugdringen van invloed van de overheid betekent dat vanaf 1988 geen rijksleningen meer worden verstrekt voor nieuwe projecten. Dit resulteert in de oprichting van het WSW. Het WSW waarborgt onder voorwaarden de aan te trekken leningen van woningcorporaties
1990	Oprichting centraal fonds voor de Voklshuisvesting (CFV)	Het centraal fonds wordt opgericht als toezichthouder om te zorgen dat corporaties gezamenlijk de middelen opbrengen om de financieel zwakkere corporaties te saneren.

1992	Invoering Besluit Beheer Sociale Huursector (BBSH)	Met operatie Heerma worden een belangrijke stap gezet richting verzelfstandiging, een verzelfstandiging in bestuurlijk en financieel opzicht. In het BBSH is de omslag gemaakt, van toetsing vooraf naar verantwoording achteraf. Toetsing gebeurt op vier prestatievelden: 1. Huisvesten van kwetsbare doelgroepen; 2. Huurders betrekken in het beleid; 3. Zorg dragen voor kwaliteit woningbestand; 4. Waarborgen financiele continuiteit. In de vijf jaar erna zijn hier nog twee prestatievelden aan toegevoegd, namelijk leefbaarheid vergroten' en 'bijdragen leveren aan zorg en wonen'.
1993	Akkoord over 'brutering'	De overheid zet zichzelf op afstand door de laatste banden door te snijden. De volgende stap naar verzelfstandiging wordt genomen. De rijksleningen worden weggestreept tegen de subsidieverplichtingen van woningcorporaties ten opzichte van het rijk. De woningcorporaties moeten hun eigen broek ophouden.
2014	parlementaire enquete	Na de brutering ontwikkelen woningcorporaties steeds meer commerciele activiteiten waarmee (te) grote risico's worden genomen. De maatschappelijke irritatie over de commerciele activeiten groeit, en verschillende incidenten leiden tot een parlementaire enquete.
2015	terug naar kerntaak	Politici pleiten ervoor dat woningcorporaties terugkeren naar de kerntaak Er komt een toename van regulering dat landt in een nieuwe woningwet.
2015	Autoriteit Wonen (AW)	Met de nieuwe woningwet verscherpt het toezicht. Het toezicht wordt ondergebracht bij een onafhankelijke toezichthouder dat onder het rijk valt, de AW. Hiermee komt het CFV te vervallen.

Tabel 2: Geschiedenis van woningcorporatie. Bron: Snuverink (2006), Van der Lans en Pflug (2016)

3.2 Maatschappelijke doelstelling van woningcorporaties

Elk bedrijf stelt zichzelf doelen, die op strategisch niveau worden geformuleerd en vastgesteld. In de traditionele vastgoedmarkt gaat het hierbij om financiële doelstellingen (Schutte 2002). Waar beleggers primair rendement nastreven voor de financiële continuïteit van het bedrijf, dienen woningcorporaties daarnaast ook de maatschappelijke doelen na te streven die zijn vastgelegd in de Woningwet. Nederlandse woningcorporaties hebben als belangrijkste doelstelling het bouwen, beheren en verhuren van kwalitatief goede woonruimte met een betaalbare huurprijs voor mensen die zelf niet in staat zijn om in hun huisvesting te voorzien. Woningcorporaties hebben geen aandeelhouders aan wie rendement wordt uitgekeerd als vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen. Het rendement dat wordt gerealiseerd, vloeit terug in de organisatie. Een woningcorporatie kan hiermee gezien worden als een ‘revolving fund’. Het ontbreken van een economisch eigenaar bij een woningcorporatie, betekent dat er geen externe rendementseis wordt gesteld. Waar aandeelhouders van woningbeleggers investeringskeuzes kunnen maken met een korte beleggingshorizon[1], hanteert een woningcorporatie een lange beleggingshorizon. Het doel daarvan is om huurders te voorzien van kwalitatief goede woonruimte.

3.3 Rendement

In deze paragraaf wordt de ontwikkeling van corporatiesector in de afgelopen jaren uiteengezet wat betreft het economisch denken vanuit rendement. Hierbij wordt ten eerste ingegaan op de ontwikkelingen in de sector en vervolgens op de verschillen tussen de rendementsdoelstelling

[1] Aankoop Vastgoedbelegger Roundhill 3.800 woningen in 2015 en verkoop in 2019

van beleggers en corporaties, die terugkomen in de behaalde rendementen. Tot slot wordt besproken waarom marktconforme rendementen vanuit de kasstromen bekeken niet haalbaar zijn.

3.3.1 Ontwikkelingen in de sector

De geschiedenis van de woningcorporaties laat de ontwikkeling van de relatie tussen de corporaties en de overheid ziet. Het institutionalisme heeft hierin lange tijd de boventoon gevoerd ten opzichte van het neoliberalisme. Gruis (2000) stelt dat door het maatschappelijke karakter van woningcorporaties, de nadruk lange tijd niet op het optimaliseren van de financiële prestatie van de onderneming lag. Financiële afwegingen waren in de meeste gevallen niet, leidend bij het nemen van managementbeslissingen. Met de invoering van een systeem van 'brutering' is de verzelfstandiging van woningbouwcorporaties tot stand gekomen. Hierdoor nam de eigen verantwoordelijkheid toe, hetgeen onder meer leidde tot de introductie van marktwerking voor woningcorporaties (De Jong, 2007).

De Jong (2007) stelt dat bovengenoemde ontwikkelingen de posities van woningcorporaties in de vastgoed- en beleggingsmarkt sterk heeft veranderd. Hiermee is er bijvoorbeeld ook aandacht gekomen voor commercieel geaarde onderwerpen, zoals rendement en waardecreatie (Nieboer 2011). Een voorbeeld hiervan is de Aedex, die ontstaan is in 1998. Deze benchmark tussen woningcorporaties is ontwikkeld om kapitaalverschaffers inzicht te geven in de waarde van het vastgoed. Daarbij gaf het de woningcorporatie inzicht in de financiële rendementen van het vastgoed. In deze benchmark wordt voor het eerst het begrip 'marktwaarde in verhuurde staat' gebruikt, dat later terugkomt in de Woningwet 2015 (zie paragraaf 4.2).

3.3.2 Verschil in rendementsdoelstelling tussen belegger en woningcorporatie

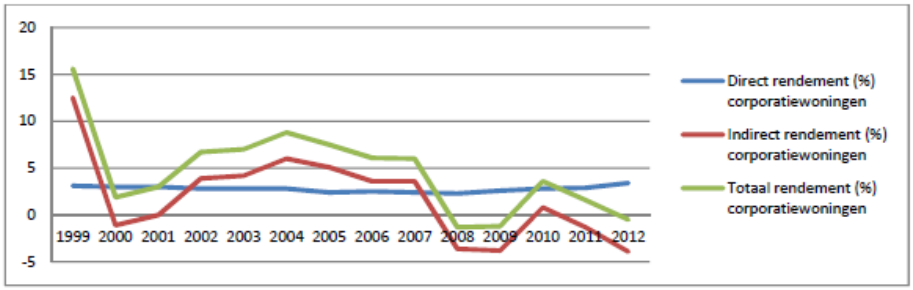
Voor woningcorporaties is het een uitdaging om tot een goede balans te komen tussen de financiële en maatschappelijke doelstellingen. Rendementssturing, dat nodig is om de financiële doelstellingen te kunnen realiseren, botst soms met de maatschappelijke doelstelling. Concreet betekent dit dat de corporatie in haar financiële beleid een afweging moet maken tussen het huisvesten van kwetsbare doelgroepen in onaantrekkelijke risicovolle marktgebieden tegen huurprijzen die ver onder markthuurprijs liggen en het nemen van acties die de financiële continuïteit waarborgen. Gruis (in: van der Kuij, 2013)) concludeert dat woningcorporaties wel marktgericht zouden moeten opereren, maar niet volledig marktconform kunnen werken (geen risicoselectie met huurders, opereren in specifieke deelmarkten, niet uitsluitend gericht op financieel rendement). Zij werken zelfs bijna marktcontrair (huisvesting van een risicogroep, ontwikkelen en beheren van woningen op minder aantrekkelijke locaties). In verschillende onderzoeken wordt beschreven hoe de verschillende doelstellingen worden samengevoegd tot een duurzame taakuitvoering. Vanuit economisch perspectief naar de taak van een woningcorporatie kijken, is volgens Vlak et al. (in: van der Kuij, 2013) mogelijk door de beschikbare financiële middelen 'uit te keren' aan de maatschappelijke taak. Concreet betekent dit de verdiensten uit de vastgoedonderneming" beschikbaar komen voor de doelstellingen die de woningcorporatie nastreeft. Dit stelt ook Conijn (2012) , met een modematige benadering in de vorm van het 'driekamermodel'. Dit model biedt transparantie over de belangrijkste keuzes waar een corporatie voor staat, om zodoende een bijdrage te leveren aan de legitimiteit. In dit model zijn in lijn met wat Vlak et al. (2008) stellen als gewenst, verschillende rollen in een woningcorporatie benoemd.

Dorr en Wittenberg (2013) spreken van de beleggersrol, die verantwoordelijk is voor het stellen van doelen en het behalen van rendementen en voor het voldoen aan de maatschappelijke opgave en de financiële opgave. De beleggersrol combineert het sturen op de portefeuille om tegemoet te komen aan de maatschappelijke vraag en het sturen op rendementen om de

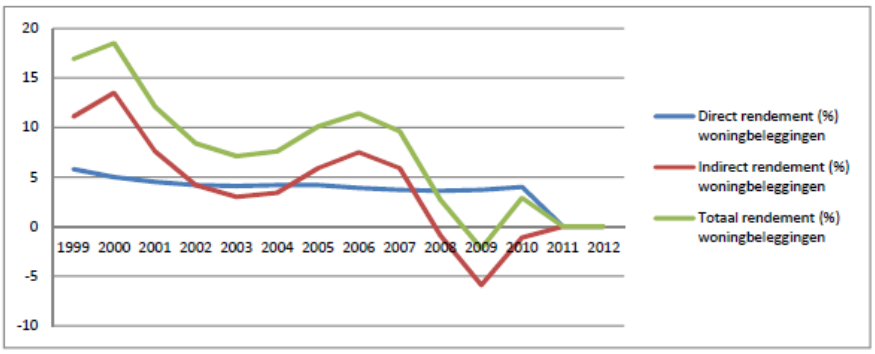
continuïteit van de organisatie te waarborgen (Dorr & Wittenberg, 2013). Het uit elkaar trekken van de maatschappelijke rol en beleggersrol speelt op portefeuilleniveau, en daarmee ook op projectniveau. De lijn van de verschillende onderzoekers is dat de maatschappelijke bijdrage transparant dient te zijn.

3.3.3 Verschil in rendement

Rendementen op woningbeleggingen van een woningcorporatie verschillen van de rendementen van een belegger. Figuur 4 en 5 laten zien wat het verschil is tussen het rendement van woningcorporaties en commercieel belegger over een periode van veertien jaar.



Figuur 4: Rendement corporatiewoningen (Bron: Van Niftrik, 2013)



Figuur 5: Rendement commerciële woningbeleggingen (Bron: Van Niftrik, 2013)

De gemiddelde rendementen liggen voor woningcorporaties aanzienlijk lager. Wat betreft het directe rendement ligt het gemiddelde van de corporatiewoningen met 2,77 procent lager dan de 4,24 procent van commerciële beleggingen. In de voorgaande paragraaf wordt gesteld dat de maatschappelijke doelstellingen hierbij een belangrijke oorzaak zijn. Deze spelen ook bij investeringsbeslissingen.

3.3.4 Beperkingen voor het rendement bij een investeringsbeslissing

Een bestaand object genereert een bepaald rendement in de exploitatie na investering. Op basis van de theorie wordt de DCF-methodiek als de gewenste methodiek beschouwd. Hierbij worden toekomstige kasstromen contant gemaakt. Bij een belegger is de marktconformiteit van deze kasstromen leidend, want de belegger streeft het hoogste rendement na. Bij een corporatie zijn de kasstromen niet marktconform zoals bij een belegger. Conijn et al. (2019) stellen dat een corporatie bij een investeringsbeslissing op marktconforme kasstromen kan baseren, maar dat deze niet zullen geworden gerealiseerd. De vraag is wat de kasstromen zijn die hiervoor zorgen. De belangrijkste kasstroom aan de opbrengstenkant is de huurprijs en aan de kostenkant zijn dit de exploitatiekosten.

Huurprijs
De huurprijs die een woningcorporatie vraagt, ligt vaak ver onder de markthuur. Ultimo 2019 was dit gemiddeld 69 procent van de markthuur (benchmark van ValueMetrics, 2019).[2] Dit is bij bestaand bezit een huurprijs die zijn oorsprong heeft op het moment van verhuur in het verleden. Afhankelijk van het type huurder, de contractduur en de mutatiegraad, kan dit per woningcomplex sterk verschillen Daarnaast zorgen wettelijke restricties op de maximale huurverhoging ervoor dat het niet mogelijk is om de huur te verhogen tot marktconforme hoogte. Waar een belegger een investering terug kan verdienen door de huur (direct) te verhogen naar een marktconforme huur, is de corporatie gebonden aan huurgrenzen.

Exploitatielasten
De exploitatielasten bestaan uit onderhoudskosten en beheerkosten die toegerekend kunnen worden aan het vastgoed. Deze lasten liggen voor een woningcorporatie gemiddeld hoger dan voor een belegger. Dit komt door de maatschappelijke taken woningcorporaties uitvoeren die een belegger niet heeft. De onderhoudskosten bij een corporatie liggen gemiddeld hoger dan bij een belegger. De IPD benchmark (2013) stelt dat het instandhoudingsonderhoud voor woningcorporaties met € 1.365 euro per woning per jaar hoger ligt dan de markt, waarbij dit gemiddeld € 1.175 euro per woning per jaar is. Beleggers hanteren vaak voor de marktconforme norm de VEX-norm[3].

3.3.5 Deelconclusie rendement
De verzelfstandiging van de corporaties in het verleden betekende een verschuiving van het institutionele karakter in de richting van het marktdenken. Hiermee ontstond aandacht voor rendement en waardecreatie. Daarnaast is gebleken dat de financiële rendementsdoelstelling conflicteert met de maatschappelijke doelstelling van corporaties. Onderzoekers stellen dat corporaties marktgerichtheid dienen na te streven. Dit is mogelijk door de maatschappelijke rol los te koppelen van de beleggersrol. Conijn (2012) stelt als oplossing een model waarin verschillende rollen binnen een corporatie worden benoemd. Hij spreekt van transparantie bij beslissingen. Verder betekent het maatschappelijke karakter van corporaties een lager rendement. Bij een investeringsbeslissing worden door toepassing van een DCF-methodiek de toekomstige kasstromen contant gemaakt. Een woningcorporatie kan ervoor kiezen om marktconforme kasstromen door te rekenen, maar deze worden niet gerealiseerd. Marktconforme opbrengsten worden niet behaald door begrenzingen van de huur, en bovendien worden meer kosten gemaakt voor onderhoud en beheer.

3.4 Waarde
Bij het nemen van een besluit tot investering, is het waardebegrip een belangrijk element. Bestaand vastgoed heeft een waarde voor de belegger zelf, maar ook voor haar omgeving. Voor een woningcorporatie heeft het daarbij nog een extra belang. De financierbaarheid is afhankelijk van de omvang van de waarde. Bij de investering is het dus van wezenlijk belang of deze bijdraagt aan de bestaande waarde. In deze paragraaf wordt het begrip waarde in historisch perspectief geplaatst. Daarbij ligt de nadruk op de laatste jaren. Tot slot worden de verschillen tussen waardebegrippen die specifiek relevant zijn voor investeringsbeoordelingen in bestaand bezit uitgelicht.

[2] Benchmark van marktwaarde en beleidswaarde van 1,1 mln corporatiewoningen.
[3] VEX-norm betreft Vastgoed Exploitatie Norm, een gerespecteerde norm in de vastgoedsector

3.4.1 De ontwikkeling van waardebegrip

Het begrip waarde staat bij woningcorporaties vaak ter discussie. Het gaat hierbij om de economische waarde. Van der Kuij (2013) stelt in zijn onderzoek dat de bepaling van deze waarde afhangt van de onderliggende methodiek, definities en partij. De discussie met betrekking tot een gewenst waardebegrip gaat over de gebruikersgerichte beleggingswaarde ten opzichte van marktwaarde. Dit is ook wel de discussie van de maatschappelijke organisatie die vastgoed als bedrijfsmiddel ziet, in tegenstelling tot een vastgoedbelegger, die vastgoed als een belegging ziet. Vanuit de theorie zijn de verschillen tussen de genoemde waardes eerder uiteengezet. In het Instituut Volkshuisvesting is in deze discussie, vooral in de afgelopen vijf jaar onder invloed van de politiek, sprake van een duidelijke ontwikkeling. Tot en met verslagjaar 2015 was het bedrijfswaardebegrip leidend. Dit is een beleggingswaarde. Dit was wettelijk bepaald in de richtlijn inzake verantwoording in de jaarverslaggeving (RJ 212.403). De bedrijfswaarde was ook een belangrijke parameter voor de beoordeling van het waarborgfonds sociale woningbouw. Op portefeuilleniveau stuurde het WSW aan op een gewenste verhouding tussen de omvang van het vreemd vermogen en de bedrijfswaarde. De bedrijfswaarde was voor woningcorporaties een beleggingswaarde op basis waarvan investeringsbeslissingen werden gemaakt. De bijdrage van een project aan de portefeuille was hiermee een op een te volgen.

De parlementaire enquête in 2014 naar aanleiding van irritatie in de samenleving als gevolg van verschillende incidenten in de sector, is de motor geweest van verandering van het waardebegrip. Uit de enquête kwamen meerdere aanbevelingen naar voren om het stelsel te verbeteren. Een van de aanbevelingen was om de controleerbaarheid en transparantie te vergroten (Rijksoverheid, 2014). Het advies was om over te gaan op één uniform waarderingsbegrip voor alle corporaties, namelijk: de marktwaarde in verhuurde staat. Dit zou volgens de commissie bijdragen aan het vergroten van onderlinge vergelijkbaarheid, de beperking van waardebegrippen, bevordering van de sturing op rendementen en versterking van het inzicht bij corporaties. Sinds verslagjaar 2016 zijn woningcorporaties verplicht om in de externe verslaglegging in de jaarrekening de definitie van het begrip marktwaarde te gebruiken.

De toezichthouders (WSW en AW) stelden vast dat het begrip marktwaarde onvoldoende passend is bij een maatschappelijke organisatie met andere doelen in de basis. Het WSW stelt dat corporaties doorgaans niet de marktconforme kasstromen realiseren, en daarbij het vastgoed duurzaam doorexploiteren. In paragraaf 2.3 is gesteld dat dit leidt tot een relatief laag rendement. Dit leidt daarmee ook tot een lagere beleidswaarde Een lagere beleidswaarde betekent met gelijkblijvende leningen dat het eigen vermogen lager wordt. Met de introductie van het begrip beleidswaarde als vervanger van de bedrijfswaarde als sturingskader op portefeuilleniveau, verandert ook de aansturing van corporaties op het vermogen. Investeringen dragen bij aan de bestaande waarde. De drie waarderingsmethodieken verschillen in de bestaande waarde en de bijdrage aan de waarde door investering.

3.4.2 Kenmerken waardebegrippen

De belangrijkste overeenkomst tussen de drie methodieken, is dat alle zijn opgebouwd via een DCF-methodiek. Verder zijn er meerdere verschillen tussen de methodieken. Zoals gezegd ligt de kern tussen een marktconforme benadering en een maatschappelijke benadering, waarbij corporatie specifieke beleidselementen zijn toegevoegd. De belangrijkste verschillen tussen de methodieken zijn in onderstaande tabellen weer gegeven.

	Marktwaarde	Beleidswaarde	Bedrijfswaarde
Uitgangspunt waarde	Hoogste waarde van uitponden en doorexploiteren	Waarde op basis van doorexploiteren	Waarde op basis van doorexploiteren

Huur	Markthuur bij mutatiekans	Lagere sociale huur bij mutatiekans	Lagere sociale huur bij mutatiekans
Exploitatielasten	Marktconform	Beleidsmatig	Beleidsmatig
Looptijd kasstromen	Vijftien jaar met eindwaarde	Vijftien jaar met eindwaarde	Economische levensduur van vijftien jaar of langer
Disconteringsvoet	Marktconform	Marktconform	Een vaste disconteringsvoet

Tabel 3: kenmerken waardebegrippen

Uitgangspunt waarde
Terwijl bij de beleidswaarde en bedrijfswaarde wordt uitgegaan van voortzettende exploitatie, wordt bij de marktwaarde uitgegaan van de hoogste waarde van uitponden en doorexploiteren.

Huur
Bij de berekening van de marktwaarde wordt de markthuur nadat een woning muteert gehanteerd. Daarentegen wordt bij de beleidswaarde en bedrijfswaarde de lagere sociale huur nadat een woning muteert gebruikt. Deze lagere sociale huur is in het huurbeleid van woningcorporaties vastgelegd. De wettelijke maximale sociale-huurprijs is op dit moment 730 euro per maand.

Exploitatielasten
Tot de exploitatielasten worden gerekend: onderhoudslasten, beheerlasten, verzekeringen en belastingen die aan vastgoedobjecten toegerekend kunnen worden. De marktwaarde gaat uit van marktconforme exploitatielasten. De marktconformiteit wordt bepaald op basis van marktevidence. De beleidswaarde en bedrijfswaarde gaan uit van de beleidsnormen van de woningcorporatie.

Looptijd kasstromen
Bij de bedrijfswaarde is de looptijd van de kasstromen in de waardebepaling gelijk aan de economische levensduur. Deze levensduur loopt jaarlijks met één jaar terug. De veroudering van het vastgoed komt hiermee tot uiting in de waarde. Een vaak gehanteerde economische levensduur voor nieuwbouwwoningen is vijftig jaar. De eindwaarde is vaak de waarde van de grond of een restwaarde die daaraan gerelateerd is. Wat betreft marktwaarde en beleidswaarde wordt een looptijd van vijftien jaar gehanteerd. Daarna wordt een eindwaarde bepaald.

Disconteringsvoet
Met betrekking tot het begrip bedrijfswaarde wordt een voorgeschreven disconteringsvoet gehanteerd, die wordt opgebouwd aan de hand van de risico-opslagmethode. Hierbij wordt uitgegaan van een risicovrij rendement, met daar bovenop een vaste risico-opslag die voor elke corporatie gelijk is. Deze vaste risico-opslag is gebaseerd op nominale rente op tienjaars staatsleningen en op de risico-inschatting van het waarborgfonds.

3.4.3 Deelconclusie waarde
Met de invoering van het begrip markwaarde als vervanger voor de bedrijfswaarde, wordt gekozen voor marktconformiteit. De intern gerichte bedrijfswaarde is vervangen voor de extern gerichte marktwaarde. De reden hiervoor is dat op die manier de maatschappelijke bijdrage gekwantificeerd kan worden. Het begrip beleidswaarde vormt een belangrijke parameter voor de beoordeling op portefeuilleniveau. De toezichthouder beoordeelt hiermee de financiële positie. Als de investering bijdraagt aan de beleidswaarde, dan betekent dit een bijdrage aan het

vermogen. De vraag is of dit dan ook de gewenste waarde is als input voor de investeringsbeoordeling op projectniveau. Conijn et al. (2020) stellen dat de beleidswaarde tekortkomingen kent, waardoor op basis daarvan geen goed inzicht wordt verkregen in de ontwikkeling van het vermogen. Het gaat om tekortkomingen die specifiek naar voren komen bij een investeringsbeoordeling in bestaand bezit. De belangrijkste tekortkoming is dat geen rekening wordt gehouden met functionele veroudering, waardoor investeringen in bestaand bezit relatief weinig invloed hebben op de ontwikkeling van de beleidswaarde. Conijn et al. (2020) stelt daarbij dat de bedrijfswaarde wel rekening houdt met functionele veroudering door de afschrijving van de levensduur. Levensduurverlenging bij investeringen maakt deze functionele veroudering ongedaan. Welk waardebegrip corporaties hanteren bij een investeringsafweging heeft invloed op de uitkomst, en daarmee op de investeringsafweging. Toetst de corporatie investeringen op een gewenste vermogensontwikkeling van de toezichthouder, de beleidswaarde. Toetst de corporatie de investering aan de markt, de marktwaarde of op een intern gewenste vermogensontwikkeling, bijvoorbeeld de bedrijfswaarde. In het praktijkonderzoek wordt beoordeeld hoe corporaties hiermee omgaan.

3.5 Risico

In deze paragraaf wordt ingegaan op het risico van de woningcorporatie bij investeringen. De vraag is wat de ontwikkeling en het discours met betrekking tot de rendementseis van een woningcorporatie zijn. Allereerst wordt uiteengezet wat de ontwikkelingen zijn geweest in het perspectief en vervolgens wordt ingegaan op het discours van de gewenste methodiek. Naast het noemen van de gewenste methodiek, wordt toegelicht dat bij het bepalen van de rendementseis het borgingsstelsel veel invloed heeft. Tot slot wordt ingegaan bij de hardheid van een rendementseis in de praktijk.

3.5.1 Ontwikkeling van de rendementseis

Zoals gezegd werd tot 2017 de bedrijfswaarde gebruikt als waarderingsgrondslag bij de beoordeling door de externe toezichthouder. De disconteringsvoet voor woningcorporaties was een vast gegeven dat de toezichthouder bepaalde. Als basis voor de disconteringsvoet werd uitgegaan van een vergoeding voor het vreemd vermogen (zie paragraaf 3.3). Deze generieke disconteringsvoet gebruikten woningcorporaties voor de investeringsbeoordeling. Toekomstige kasstromen contant maken met een vaste disconteringsvoet, leidt tot een netto contante waarde. De uitkomst is een intern gerichte gebruikerswaarde, ofwel de bedrijfswaarde. Deze waarde diende in bepaalde mate de investering te benaderen. Als de bedrijfswaarde lager was dan de investering, was sprake van een ‘onrendabele top’. De maximale onrendabele top werd op projectbasis vastgesteld. De uitkomsten waren intern vergelijkbaar. Van Gool en Jager (2011) stellen dat er bij een marktconformere methodiek van rekenen geen onrendabele toppen zouden zijn.

Met de beweging om maatschappelijk rendement inzichtelijk te maken, kwam er ook meer discussie over de marktconformiteit van deze DCF-methodiek. Evenals bij waarde en rendement, gaat het hier om de discours marktconform ten opzichte van maatschappelijk. Gils en Swagerman (2015) stellen dat een vaste disconteringsvoet in de bedrijfswaardemethodiek alleen rekening houdt met de kostenvoet van het vreemd vermogen en niet met die van het eigen vermogen. Daarbij ontbreekt door verschil in waarderingsmethodiek een vergelijkbare leverage tussen beleggers en woningcorporaties. Een marktconforme WACC draagt volgens Gils en Swagerman (2015) toe aam inzicht in het maatschappelijk rendement. Het onderzoek van Gils en Swagerman (2015) was een reactie op onderzoek van Boot en Ligterink (2011). Boot en Ligterink (2011) stellen met het begrip rendementsregulering dat onder andere de corporatiesector voldoende prikkels moet krijgen tot een optimaal investeringsbeleid. Dit is in overeenstemming met Gils en Swagerman (2015).

Boot en Ligterink (2011) stellen voorts in hun onderzoek dat de WACC-methodiek om de rendementseis te bepalen niet van toepassing was op een woningcorporatie. Gils en Swagerman (2015) geven daarentegen aan dat ze voldoende mogelijkheden zien voor de toepasbaarheid van een marktconforme WACC. Zij stellen dan ook een marktconforme WACC voor. De kostenvoet van het eigen vermogen dient te worden benaderd op een marktconforme wijze op basis van het CAPM. Hiermee wordt aangenomen dat woningcorporaties een marktconform rendement nastreven als vergoeding voor de risico's van beleggen in de woningmarkt. Dat dit rendement niet wordt behaald, betekent dat er een verschil is tussen de afweging en de realisatie van het rendement. Dit is een belangrijk punt uit het onderzoek van Conijn et al. (2020). In het onderzoek wordt gesteld dat de rendementseis van een woningcorporatie lager ligt dan de markt. De beleidsconforme kasstromen zijn lager dan de marktconforme kasstromen, waarmee het risico dat de kasstromen niet worden gerealiseerd ook lager is. Conijn et al. (2020) stellen dan ook dat een passende rendementseis, en daarmee de disconteringsvoet, lager is dan die van de markt. Dit zou volgens Conijn et al. (2020) meer inzicht geven in de bijdrage aan de ontwikkeling van het eigen vermogen. Gruis (2000) stelt in lijn met Conijn et al. (2020) dat een corporatie zich, specifiek op projectniveau, bij een rendementseis kan laten leiden door het belang van het project voor het bereiken van de bedrijfsdoelen en daarmee de invloed op het beschikbare vermogen hiervoor.

In onderzoek van Pronk (2019) naar het gewenste rendement van de DAEB woningportefeuille, wordt geconcludeerd dat een corporatie een rendementseis dient te bepalen die duiding geeft over de ontwikkeling van de vermogenspositie. Het onderzoek van Pronk (2019) laat zien dat de vijf grootste woningcorporaties als rendementseis de WACC hanteren. Dit lijkt in de basis in lijn te zijn met de richting van Gils en Swagerman (2015) en Boot en Ligterink (2011). In het onderzoek wordt duidelijk dat de methodiek geen marktconforme WACC-benadering is, maar dat voor het rendement op eigen vermogen het merendeel uitkomt op een correctie voor de jaarlijkse inflatie. Dit laatste laat zien dat woningcorporaties de lijn van Conijn et al. (2020) kiezen. Waar Conijn et al. (2020), Boot en Ligterink (2011) wel in overeenstemmen, is dat voor de rendementseis naar de lange termijn dient te worden gekeken. Dit past bij de investeringskeuze van een woningcorporatie, aangezien deze grotendeels een lange investeringshorizon heeft. Boot en Ligterink (2011) stellen met betrekking tot de lange termijn: "Een andere terechte zorg over de WACC-methodologie is dat gereguleerde activiteiten vaak langetermijninvesteringen vragen, terwijl de vergoedingen op basis van de WACC veelal voor een kortere periode vastliggen, vaak per jaar of voor een bepaalde contractperiode met een gebruiker".

3.5.2 Borgingstelsel Waarborgfonds Sociale Woningbouw

In het theoretische deel is bepaald dat het risico van een investering afhangt van het type belegging. Beleggers verschillen van elkaar in de mate van bereidheid om risico te dragen. Woningcorporaties hebben een doelstelling zonder winstoogmerk. Met het maatschappelijk belang voorop, zou dit in de basis een risico-averse houding betekenen. Gruis (2000) stelt dat de risico's door financiers voornamelijk worden gebaseerd op de gemiddelde financiële positie van de corporatiesector. Het borgingsstelsel van het WSW heeft een belangrijke invloed op de verlaging van dit risico. Het WSW (2018) draagt zorg voor de onderlinge borgstelling op leningen aan corporaties. Als een corporatie zelf niet meer kan voldoen aan de betalingsverplichtingen, dan neemt het WSW deze over. Door borg te staan voor leningen, kunnen woningcorporaties goedkoper leningen aantrekken. Dit is van invloed op de rendementseis van corporaties. Om te voorkomen dat WSW een aanspraak krijgt op zijn borgstelling, kent het stelsel verschillende buffers en vangnetten, waaronder:

- De deelnemende corporatie heeft zelf een vermogensbuffer en kasstroom.

- Corporaties voldoen op verzoek 3,85 procent van hun geborgde schuldrestant aan het WSW. Deze onderlinge waarborg van corporaties (het obligo) is de tweede buffer.
- Het WSW hanteert een risicovermogen waar de corporaties aan bijdragen.
- Het Rijk en de gemeenten fungeren als achtervang, door indien nodig renteloze leningen te verstrekken.

3.5.3 Harde rendementseis op projectniveau

Beleggers investeren alleen als de beleggingswaarde hoger ligt dan de investering. Hiermee wordt aan de gestelde rendementseis voldaan. Dit is een harde eis op projectniveau. Corporaties hanteren deze harde eis echter niet volgens het onderzoek van Pronk (2019). Volgens heb heeft de rendementseis op projectniveau meer een signaalfunctie. Van belang is dat op bedrijfsniveau de financiële continuïteit kan worden geborgd. De effecten van een individueel project zijn klein, waardoor een negatief resultaat geen gevolgen heeft voor het bedrijfsresultaat. Gruis (2000) stelt in lijn met Pronk (2019) dat voor investeringen in individuele projecten geldt dat ze een lager rendement mogen opleveren, mits er voldoende compensatie is van andere project of de bestaande woningvoorraad, zodat op bedrijfsniveau wel aan de rendementseis wordt voldaan. Conijn et al. (2020) stellen dat dit nu juist het probleem is, aangezien de vermogensontwikkeling daardoor onvoldoende is richting de toekomst. De vraag is daarom of dit lagere rendement gewenst is.

3.5.4 Deelconclusie risico

In lijn met de discussie omtrent rendement en waarde, zijn in de visie op de rendementseis ook twee richtingen waarneembaar. De vraag is of corporaties de beslissing maken op basis van een marktconforme rendementseis, waarmee inzicht wordt gegeven in de maatschappelijke bijdrage ten opzichte van de markt, of op een lagere realistische rendementseis, die meer aansluit bij de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen. In de praktijk passen corporaties de WACC-methodiek toe. Hierbij wordt uitgegaan van een rendementseis die aansluit bij de ontwikkeling van het vermogen. Verschillende onderzoeken stellen dat voor de rendementseis naar de lange termijn gekeken dient te worden. Dit past bij de investeringskeuze van een woningcorporatie, aangezien deze grotendeels een lange investeringshorizon heeft. Dat de rendementseis bij corporaties lager ligt dan de markt, komt mede door de lagere rente bij financiering die mogelijk is door het borgingsstelsel van het WSW. De rendementseis op projectniveau is voor een corporatie geen harde eis, heeft vooral een signaalfunctie, zolang er compensatie is vanuit andere projecten of vanuit de bestaande voorraad en zolang op portefeuilleniveau aan de rendementseis wordt voldaan.

3.6 Deelconclusie institutioneel kader

In dit hoofdstuk stond de tweede deelvraag centraal, die luidde:

> Deelvraag 2: Hoe kijkt het Instituut Woningcorporaties naar rendement, waarde en risico bij investeringen in bestaand vastgoed?

De keuze tussen marktconformiteit en maatschappelijke doelstellingen bij woningcorporaties betreft alle drie de thema's rendement, waarde en risico. Bij investeringen in bestaand bezit, zijn er beperkingen om marktconforme kasstromen te realiseren. Deze beperkingen betreffen ook de waarde van het bezit. Dit betekent dat de marktwaarde van corporaties lager ligt dan die van beleggers. Een lager rendement betekent een lager risico dat een belegger dit rendement niet

realiseert. De vergoeding, ofwel rendementseis, ligt bij een corporatie lager. Dit komt voor een groot deel ook door de onderlinge borging via het WSW en door de achtervang van de landelijke en lokale overheid. Dit stelsel stelt woningcorporaties in staat om goedkoper vreemd vermogen aan te trekken. In de praktijk passen corporaties de gemiddelde kostenvoet van het vermogen toe als bepaling van de rendementseis. Dit wordt ook wel de WACC-methodiek genoemd. Hierbij wordt uitgegaan van een rendementseis die aansluit bij de ontwikkeling van het vermogen. Theoretici stellen dat voor de rendementseis naar de lange termijn gekeken dient te worden. Dit past bij de investeringskeuze van een woningcorporatie, aangezien deze grotendeels een lange investeringshorizon heeft. In lijn met de theorie heeft de methodiek van bepaling invloed op de omvang van rendementseis. In het praktijkonderzoek is dit een punt van beoordeling, waarbij de vraag gesteld wordt hoe corporaties de gemiddelde kostenvoet van het vermogen bepalen.

De financiële toets van een belegger gaat uit van marktwaarde, en daarmee van marktconforme kasstromen. Bij een corporatie is transparantie gewenst in de afweging wat de bijdrage is van de maatschappelijke opgave. In de waardering wordt met de beleidswaarde getracht dit te bereiken. In tegenstelling tot de marktwaarde geeft dit inzicht in de maatschappelijk opbrengst. Conijn et al. (2020) stellen dat de beleidswaarde tekortkomingen kent, die van invloed zijn op de investeringsbeoordeling. Effecten van investeringen in bestaand bezit komen bijvoorbeeld onvoldoende tot uitdrukking in de beleidswaarde, doordat geen rekening wordt gehouden met de functionele veroudering. Voor een investering in bestaand bezit is de vraag hoe de financiële bijdrage van de maatschappelijke opgave wordt beoordeeld. De vraag is of hierbij uitgegaan wordt van de marktconformiteit vanuit de theorie of direct een maatschappelijke gehanteerd wordt, die aansluit bij een maatschappelijke rendementseis. Deze beoordeling vindt in het praktijkonderzoek plaats.

d. Hoe bepalen corporaties de gemiddelde kostenvoet van het vermogen?
e. Hoe wordt de financiële bijdrage van de maatschappelijke opgave beoordeeld?

4 Praktijkonderzoek

In dit hoofdstuk staat de derde deelvraag centraal, die luidt:

> Deelvraag 3: Welke methodieken hanteren woningcorporaties om tot een financiële afweging te komen met betrekking tot het doen van investeringen in bestaand bezit ?

In de voorgaande twee hoofdstukken zijn het theoretisch en institutioneel kader geschetst. Vanuit de literatuur is gekeken naar rendement, waarde en risico en is deelvraag 1 beantwoord. De gewenste methodiek voor investeringsbeoordeling op projectniveau is vanuit theoretisch oogpunt bekeken. De beleggingspraktijk sluit hierbij aan op de theorie. In het institutionele kader is specifiek naar de woningcorporatiesector gekeken. Hierbij is het discours van maatschappelijke doelstellingen en marktconformiteit belicht. Wat betreft specifieke kernmerken van rendement, waarde en risico, verschilt een corporatie van de markt. Verschillen tussen beleggers en woningcorporaties zijn belicht in het kader van de beantwoording van deelvraag 2 en 3.
In dit hoofdstuk wordt middels praktijkgericht onderzoek de investeringsbeoordeling in praktijk verkend. De dient antwoord te geven op de bovengenoemde deelvraag. Hiervoor wordt ingegaan op de gebruikte methodiek van kwalitatief onderzoek, waarbij de totstandkoming van de populatie en de steekproef onderbouwd worden. Vervolgens worden de analysebeslissingen beschreven en tot slot worden de resultaten van de beoordeling gepresenteerd.

4.1 Investeringstatuut

In paragraaf 1.6 is kort toegelicht wat het object van onderzoek geschikt maakt voor de beantwoording van de onderzoeksvraag. Sinds 2015 is het verplicht om de Governancecode woningcorporaties aan te houden met betrekking tot het hebben van een investeringsstatuut. Deze code is opgesteld door Aedes en de Vereniging Toezichthouders Woningcorporaties (VTW). Van de 313 woningcorporaties zijn er 303 aangesloten bij Aedes en de VTW ultimo 2018. Het investeringsstatuut bevat het proces en de toetsing van investeringsbeslissingen binnen een woningcorporatie. Het hoogste bestuurlijke orgaan, de raad van commissarissen, toetst investeringen inhoudelijke aan de hand van dit statuut. Het statuut is over het algemeen een publiek document met een objectieve verslaglegging van feiten en regelingen. Het feit dat een deel van de woningcorporaties het investeringsstatuut openbaar maakt, draagt bij aan het openbare karakter van dit document. Aedes en de VTW hebben een format van het statuut opgesteld. Dit borgt de objectieve verslaglegging. Het investeringsstatuut is het object van onderzoek.

4.2 Populatie

Om een representatief beeld te geven van de populatie, is een gerichte steekproef uitgevoerd. In Nederland zijn 313 woningcorporaties. Het is echter onbekend hoeveel van deze woningcorporaties een investeringsstatuut hebben. Van Hulten (2013) stelt in een onderzoek naar de aanwezigheid van het investeringsstatuut, dat voor 2013 met 90 procent zekerheid vastgesteld kan worden dat tussen de 44 en 65 procent van de Nederlandse woningcorporaties een investeringstatuut heeft. Met de verplichting voor 303 woningcorporaties, zal het aantal zijn

toegenomen. Aangezien het niet bekend is hoeveel woningcorporaties een statuut hebben, is het uitgangspunt in dit onderzoek dat de totale populatie alle 313 woningcorporaties telt.

4.3 Stratificatie en representativiteit

De inzet van het onderzoek is om een representatief aantal investeringsstatuten te beoordelen. Om een representatief beeld te kunnen schetsen, is bij de uitvraag aan woningcorporaties gekeken naar:

- het aantal woningcorporaties;
- de geografische spreiding van woningcorporaties in Nederland;
- de spreiding over grote en kleine woningcorporaties;
- de spreiding in woningcorporaties met grote en kleine transformatie opgave

Allereerst wordt vastgesteld of de omvang van de steekproef representatief is. Daarbij wordt voor de andere drie onderdelen vastgesteld dat de spreiding in lijn is met de totale onderzoeksgroep.

Het aantal woningcorporaties

In totaal zijn er 313 woningcorporaties. Voor het huidige onderzoek is gebruikgemaakt van het investeringsstatuut van 52 woningcorporaties (17 procent). Wat betreft woningaantallen zijn woningcorporaties zeer divers. De 52 woningcorporaties vertegenwoordigen ongeveer 800.000 woningen. Van het totaal aantal sociale huurwoningen van 2,4 miljoen in Nederland, is dit een aandeel van 33 procent. Op basis van het bovenstaande kan de steekproef als representatief gezien worden. De gegevens van de woningcorporaties uit de steekproef is opgenomen in bijlage 1.

Geografische spreiding

Voor de geografische spreiding is gekeken wat het aandeel per provincie is ten opzichte van landelijk niveau. Een aantal grote corporaties in de steekproef bezit woningen in meerdere provincies. Het uitgangspunt de bepaling van de spreiding is dat de hoofdvestiging van de corporatie leidend is voor de indeling van bezit naar provincie. Tabel 4 geeft de geografische spreiding van de totale onderzoeksgroep in vergelijking met de geografische spreiding van de steekproef weer. De geografische spreiding van de steekproef is in lijn met de spreiding van de onderzoeksgroep. De grootste afwijking bevindt zich in Zuid-Holland. In deze provincie zijn er 72 woningcorporaties, terwijl in de steekproef 7 woningcorporaties (9,7%) zijn opgenomen. Het aandeel woningen van deze 7 woningcorporaties ten opzichte van de provincie ligt met 25 procent hoger. Dit draagt bij aan de bevestiging van het feit dat de steekproef gezien van de spreiding van de totale onderzoeksgroep, voldoende geografische spreiding bevat.

Provincie	Onderzoeksgroep	Steekproef
Drenthe	2%	0%
Flevoland	2%	4%
Friesland	3%	2%
Gelderland	14%	21%
Groningen	4%	4%
Limburg	8%	13%
Noord-Brabant	13%	12%
Noord-Holland	11%	17%
Overijssel	8%	6%
Utrecht	8%	6%
Zeeland	3%	2%
Zuid-Holland	23%	13%
totaal	100%	100%

Tabel 4: geografische spreiding van woningcorporaties per provincie

Spreiding in omvang

Voor de spreiding in omvang wordt gekeken naar de omvang per woningcorporatie. Voor de klasse-indeling is hierbij aangesloten bij een indeling die de externe toezichthouders AW en WSW standaard gebruiken. Tabel 5 geeft de verdeling naar grootteklasse van de totale onderzoeksgroep vergeleken met de verdeling naar grootteklasse van de steekproef weer.

Grootteklasse	Onderzoeksgroep	Steekproef
< 1.000 vhe's	13%	4%
1.001-2.500 vhe's	21%	13%
2.501-5.000 vhe's	20%	21%
5.001-10.000 vhe's	24%	21%
10.001-25.000 vhe's	16%	23%
> 25.001 vhe's	6%	17%
totaal	100%	100%

Tabel 5: Woningcorporaties naar grootteklasse

De verdeling per grootteklasse van de steekproef is in lijn met de onderzoeksgroep, want de steekproef bevat relatief veel grote woningcorporaties. Voor het onderzoek is dit dus een gewenste verdeling. Grote woningcorporaties met veel woningen dienen meer investeringsafwegingen te maken, wat ook terug te zien is in de transformatieopgave.

Transformatieopgave

De transformatieopgave is de mate waarin corporaties in de toekomst voornemend zijn om te investeren. Voor de transformatieopgave is specifiek gekeken naar investeringen in bestaand bezit. Woningcorporaties geven deze aantallen jaarlijks door in de data-prognose-informatie (bron: dpi 2017). Deze informatie-uitvraag komt vanuit de externe toezichthouder. Evenals bij de voorgaande twee tabellen, is in tabel 6 de verdeling van de steekproef afgezet ten opzichte van de onderzoeksgroep.

Aantal verbeteringen 2019 -2024	Onderzoeksgroep	Steekproef
< 100 woningen	28%	17%
100 - 500 woningen	40%	38%
500 - 1000 woningen	14%	17%
> 1000 woningen	18%	27%
totaal	100%	100%

Tabel 6: transformatieopgave van woningcorporaties

De tabel laat zien dat de spreiding van de steekproef in lijn is met de onderzoeksgroep. Door de selectie van meer relatief grote woningcorporaties, is er bij de klasse van meer dan 1000 woningen een relatief groot aandeel in de steekproef ten opzichte van de onderzoeksgroep. De stratificatie naar geografische spreiding, de omvangklasse en de transformatieopgave geven alle hetzelfde beeld. De streekproef kan daarmee beschouwd worden als een betrouwbare afspiegeling van de totale onderzoekgroep.

4.4 Analysebeslissingen

Het investeringsstatuut bevat informatie over de procesgang bij investeringsbeoordelingen. Daarbij bevat het maatschappelijke en financiële toetsen op totaalniveau en op projectniveau. Dit wordt uitgesplitst naar de verschillende investeringscategorieën. Een belangrijke splitsing hierbij is de nieuwbouwinvestering aan de ene kant en investeringen in bestaand bezit aan de andere kant. Het huidige onderzoek spitst zich toe op investeringen in bestaande bezit, specifiek op projectniveau. Dit deel van het statuut is dan ook beoordeeld. Bij de analyse wordt aangesloten bij de waarnemingen uit het theoretisch- en institutionele kader. Bij de beoordeling is gekeken naar:

- het jaar van opstellen van het statuut;
- in hoeverre het onderdeel investeringen in bestaand bezit opgenomen is in het statuut;
- de aanwezigheid van financiële toetsen op projectniveau;
- de methodiek van bepaling van de financiële toets;
- de normering van de financiële toets.

4.5 De kwaliteit van de steekproef

De omvang van de steekproef is zoals gezegd 52 investeringsstatuten. Bij 12 van deze investeringsstatuten, is echter geen beoordeling mogelijk op basis van bovenstaande punten, omdat in het statuut wordt verwezen naar interne documentatie. Het aandeel van de steekproef in de populatie daalt hiermee naar 13 procent. De overgebleven 40 woningcorporaties geven echter nog steeds een representatief beeld van de totale populatie. De afgevallen 12 woningcorporaties omvatten ongeveer 430.000 woningen. Het betreft uitsluitend woningcorporaties in de grootteklasse van meer dan 10.000 woningen.

Aanvullend onderzoek is gewenst om op basis van geografische spreiding, grootteklasse en transformatieopgave uitspraken te kunnen doen. Dit onderzoek is uitgevoerd in de vorm van interviews met 6 woningcorporaties met een omvang van in totaal 330.000 woningen. De interviews zijn gehouden met specialisten op het gebied van investeringsbeslissingen bij de woningcorporaties. De interviews zijn mondeling via de telefoon afgenomen. Hierbij is gekozen voor een gestructureerd interview, waarbij de vraagformulering vast lag. In deze interviews zijn de

punten van beoordeling als leidraad gebruikt. De antwoorden zijn toegevoegd bij de totale steekproef. Door de keuze van deze triangulatie van onderzoeksmethodieken, kan de steekproef als representatief beschouwd worden.

4.6 Analysemethode

De beoordeling van het investeringsstatuut is een kwalitatieve beoordeling op de in de vorige paragraaf genoemde punten van onderzoek. Ook de expertinterviews zijn kwalitatief geanalyseerd. De beoordeling van het investeringsstatuut en de expertinterview zijn samengevoegd tot een set van gegevens.
In de analyse is gekeken naar de bevindingen per onderdeel. Daarbij is gekeken naar gemiddelden en frequenties.

4.7 Onderzoeksresultaten

In deze paragraaf worden de resultaten van de beoordeling gepresenteerd.
De verschillende beoordelingspunten uit paragraaf 4.3 worden afzonderlijk toegelicht. Dit zijn:

- in hoeverre het onderdeel investeringen in bestaand bezit opgenomen is in het statuut;
- de aanwezigheid van financiële toetsen op projectniveau;
- de methodiek van bepaling financiële toets;
- de normering van financiële toets.

4.7.1 Bestaand bezit opgenomen in het statuut

De term ‘bestaand bezit’ komt voor in 41 statuten (89%) en alle statuten bevatten het woord ‘nieuwbouw’. De mate waarin de financiële beoordeling van bestaand vastgoed terugkomt in het statuut, ligt lager dan de financiële beoordeling van nieuwbouw. Bij 14 statuten (30%) is de methodiek van financiële beoordeling van bestaand bezit specifiek beschreven ten opzichte van nieuwbouw. Bij 27 statuten (58%) wordt geen onderscheid gemaakt tussen de beoordeling van nieuwbouw en bestaande bouw.

4.7.2 De aanwezigheid van financiële toetsen op projectniveau

Van de 46 woningcorporaties hebben 40 woningcorporaties een rendementstoets opgenomen in het statuut. Dit is 85 procent van de woningcorporaties uit de steekproef. Verder gebruiken 6 woningcorporaties geen rendementstoets op investeringen in bestaand bezit. Opvallend is dat deze zes woningcorporaties wel een rendementstoets hebben opgenomen voor nieuwbouwwoningen. Voor investeringen in bestaand bezit wordt door een vijftal woningcorporaties verwezen naar de meerjarenbegroting en cyclus. Het betreft daarmee meer een toets van de mate waarin de investering past binnen de financiële ruimte op portefeuilleniveau.

Woningcorporaties stellen:
“De financiële normen zijn op instellingsniveau vastgelegd en bewust niet op projectniveau.” en
“Bij nieuwbouw toetsing op projectniveau, bij bestaande bouw toetsing op portefeuilleniveau”

Het aantal toetsen dat wordt uitgevoerd, verschilt per woningcorporatie. De meeste woningcorporaties hanteren een of twee toetsen op woningcorporatieniveau (zie tabel 7).

aantal financiele toetsen in het statuut	aantal woningcorporaties
1	19
2	17
3	3
4	1
totaal	**40**

Tabel 7: aantal financiële toetsen in statuut

4.7.3 Methodiek van financiële toetsen

Voor het huidige onderzoek is gekozen voor een splitsing in methodiek van financiële toetsen. De gebruikte financiële toetsen kunnen in de basis gesplitst worden in de DCF-methodiek, aanvangsrendementen en het vergelijken van waardering voor en na de investering.

DCF-methodiek

Bij 29 van de 40 woningcorporaties wordt een DCF-methodiek gehanteerd. Verder hanteren 2 corporaties meerdere methodieken naast elkaar. Daarmee wordt uitgegaan van een totaal van 31 methodieken die worden toegepast. Als de DCF-methodiek wordt gehanteerd, verschillen de corporaties in de manier waarop zij de berekening uitvoeren. De IRR-berekening wordt het meest gehanteerd, met daarbij als output de disconteringsvoet.

Berekeningsmethodiek	
Rendementstoets	aantal
IRR	27
Bedrijfswaardemethodiek	4
Totaal	31

Tabel 8: type rendementstoets

Vier woningcorporaties hanteren een vaste disconteringsvoet, namelijk de eerdergenoemde bedrijfswaardemethodiek. De corporaties die vasthouden aan de bedrijfswaardemethodiek, behoren tot de kleine woningcorporaties met maximaal 500 woningen. De statuten zijn alle vastgesteld voor 2018. Het kan niet vastgesteld worden of de woningcorporaties bewust vast blijven houden aan deze methodiek of dat het statuut verouderd is.

De IRR-methodiek

De beschreven IRR-methodieken in de statuten zijn divers. Er worden vier methodieken onderscheiden. Aspecten die hierin terugkomen, zijn:

- de waarde van het bestaande vastgoed, ook wel de inbrengwaarde;
- de bepaling van de kasstromen en of deze marktconform zijn of dat beleidsmatige keuzes worden meegenomen;
- de looptijd van de investeringsberekening.

De verschillende berekeningsmethodieken worden in onderstaande tabel weergegeven.

	Kenmerken berekening			
	inbrengwaarde	**kasstromen**	**looptijd**	**aantal**
a.	marktwaarde	markt	15 jaar met eindwaarde	3
b.	marktwaarde	beleid	15 jaar met eindwaarde	6
c.	beleidswaarde	beleid	15 jaar met eindwaarde	11
d.	onbekend	beleid	technische levensduur	7
	Totaal			27

Tabel 9: Kenmerken van berekeningsmethodieken

Methodiek a sluit aan bij een marktbenadering van de IRR. Andere methodieken maken beleidsmatige afslagen door te kiezen voor uitsluitend beleidskasstromen. De vier methodieken verschillen sterk van elkaar, waardoor ook de uitkomsten zeer verschillend zijn. Methodiek b rekent met een marktconforme inbrengwaarde. Hierbij wordt een beleidsmatige keuze gemaakt om beleidsmatige kasstromen door te rekenen. Na vijftien jaar wordt de eindwaarde wel marktconform bepaald. Methodiek c rekent in tegenstelling tot methodiek b met een beleidsmatige inbrengwaarde en eindwaarde. Zoals gesteld in het institutionele kader, gaat deze waarde uit van het doorexploiteren van het vastgoed tegen beleidsconforme kasstromen.

Methodiek d heeft twee varianten. Drie corporaties stellen dat zij uitsluitend de extra toekomstige kasstroom ten gevolge van de investering beoordelen. Dit zetten zij af tegen uitsluitend de investeringskosten. Vier corporaties beoordelen alle toekomstige kasstromen en zetten deze af tegen de investering, plus de inbrengwaarde van het huidige vastgoed. Hoe de inbrengwaarde van het huidige vastgoed is bepaald, wordt in geen van vier statuten benoemd. Bij deze IRR-berekening wordt de economische levensduur na de investering opnieuw bepaald. De bepaling van de levensduren verschillen per woningcorporatie. Afhankelijk van de mate van investering loopt deze van 25 tot 40 jaar. Als eindwaarde wordt de waarde van de grond gesteld. Ook wordt gekozen om de IRR te bepalen op de delta. Hierbij wordt geen rekening gehouden met een inbrengwaarde, maar wordt uitsluitend gekeken wat het extra kasstroomresultaat over de exploitatieperiode is. Hierbij wordt gesteld dat het vooral een mutatie in de exploitatielasten en een verhoging van de huuropbrengsten is. In het kader van transparantie en maatschappelijke legitimatie is het interessant dat twee woningcorporaties die methodiek a hanteren, daar een andere beleidsmatige methodiek naast gebruiken om de maatschappelijke bijdrage te laten zien.

Aanvangsrendement

Een vijftal woningcorporaties beoordeelt bij de financiële beoordeling het directe rendement. Bij alle vijf gaat het om een toets naast een andere financiële toets. De methodiek die de woningcorporaties gebruiken, verschilt. Drie woningcorporaties passen een delta toe. Het verschil van het directe rendement voor en na investering is dat de gehanteerde norm verschilt. De ene corporatie stelt dat dit minimaal gelijk moet zijn voor en na investering, terwijl een andere een minimale directe rendementseis stelt. Verder berekenen twee woningcorporaties het rendement over de toekomstige looptijd van vijftien jaar. Terwijl de ene corporatie wel rekening houdt met de investering en daarmee het directe rendement van de investering bepaalt, bepaalt de andere corporatie het gemiddelde rendement na investering.

Vergelijken van waardering

Het vergelijken van waardering voor en na de investering is een veelgebruikte toets naast een andere toets, want 21 woningcorporaties gebruiken deze toets. Hiervan gebruiken 19 woningcorporaties één waardetoets en gebruiken twee woningcorporaties meerdere toetsen hanteren. In totaal worden 22 verschillende toetsen gebruikt in de statuten. Tot slot gebruiken 19 woningcorporaties (90%) de waardetoets naast een rendementstoets.

Waardetoets	aantal
Marktwaardetoets	16
Leegwaardetoets	3
Beleidswaardetoets	1
Bedrijfswaardetoets	2
Totaal	22

Tabel 10: type waardetoets

4.7.4 Normering van financiële toets

In 25 investeringsstatuten is een IRR-berekening opgenomen. Hierbij wordt in alle gevallen ook verwezen naar een rendementsnorm conform de WACC-methodiek. In 16 statuten wordt de methodiek toegelicht. Hierbij wordt in alle gevallen gekozen voor een gemiddelde kostenvoet van het vreemd vermogen en eigen vermogen.

Rentevoet vreemd vermogen

Voor de bepaling van de rentevoet van het vreemd vermogen worden verschillende uitgangspunten gebruikt. Er is een duidelijke tweedeling in de deze bepaling. Enerzijds wordt deze bepaald op basis van de huidige portefeuille, anderzijds op basis van de marktrente. Daar tussenin zijn er ook varianten die naar zowel de eigen portefeuille als markt kijken.

Berekeningsmethodiek	
rentevoet vreemd vermogen	aantal
Rentevoet huidige portefeuille	6
Rentevoet markt	8
Rentevoet huidige portefeuille en markt	2
Totaal	16

Tabel 11: berekening rentevoet vreemd vermogen

De rentevoet van de huidige portefeuille wordt gesteld als de gemiddelde rentevoet van het vreemd vermogen op de balans. De totstandkoming en omvang zijn voor iedere woningcorporatie verschillend, afhankelijk van het moment van afsluiten van de bestaande leningenportefeuille en de voorwaarden van de verschillende leningen. Voor de rentevoet van de markt wordt vooral verschillend gekeken naar de looptijd. Van de 8 woningcorporaties gaan 7 uit van een looptijd van twintig jaar of langer. Een woningcorporatie kiest voor een tienjaarsperiode, aangezien deze gelijk is aan de begrotingshorizon. Bij de combinatie van eigen portefeuille en markt wordt gekeken naar een gemiddelde van de huidige portefeuille en de langetermijn marktrente. Voor huidige portefeuille wordt gekeken naar de duration[4] van de huidige leningenportefeuille. Voor deze periode wordt de huidige gemiddelde rente van de portefeuille gehanteerd. Voor de rest van de economische levensduur wordt rekening gehouden met een vijftigjaars verwachting.

[4] Duration van de leningportefeuille is de gemiddelde looptijd van de leningportefeuille

Rentevoet eigen vermogen

In lijn met het vreemd vermogen zijn er bij de bepaling van de kostenvoet van het eigen vermogen ook verschillende uitgangspunten. Het grootste deel van de woningcorporaties kiest voor de inflatie als kostenvoet. Een achttal woningcorporaties noemt specifiek de langjarige inflatie. Eén woningcorporatie hanteert de bouwkostenstijging en twee woningcorporaties bepalen hun gerealiseerde rendement op EV, en hanteren deze als basis.

Berekeningsmethodiek	
kostenvoet eigen vermogen	aantal
Inflatie	13
Bouwkostenstijging	1
Huidige rendement EV	2
Totaal	16

Tabel 12: berekening rentevoet eigen vermogen

Correcties op de gemiddelde kostenvoet

Een achttal woningcorporaties hanteert correcties op de kostenvoet voor het eigen vermogen dan wel het vreemd vermogen. De meest genoemde correctie is een correctie voor de Vennootschapsbelasting. Daarnaast worden maatschappelijke afslagen gehanteerd, specifiek voor bestaand vastgoed.

Verhouding vreemd vermogen en eigen vermogen

De verhouding vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen in de gemiddelde kostenvoet wordt in de verschillende statuten onderbelicht. Een viertal woningcorporaties noemt de verhouding van fiftyfifty. Meerdere corporaties sluiten aan bij de daadwerkelijke vermogensverhoudingen, die afhankelijk zijn van de waarderingsgrondslag. Bij marktwaarde als waarderingsgrondslag ligt het aandeel eigen vermogen hoger dan bij de beleidswaarde als grondslag. De aannames bij deze verhouding zijn van belang voor de uitkomsten.

5. Analyse van de resultaten

In hoofdstuk 4 is de opzet en de resultaten van het praktijkonderzoek uiteen gezet. In dit hoofdstuk worden de resultaten uit het praktijkonderzoek getoetst aan het empirische deel van het onderzoek. Hierbij wordt enerzijds ingegaan op de investeringsafweging, en anderzijds op de rendementseis. In het empirische deel is een vijftal beoordelingspunten bepaald, namelijk:

- Of de DCF-methodiek gehanteerd wordt voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit;
- Of de uitgangspunten in de methodiek marktconform zijn, waarbij uitgegaan wordt van:
- de marktwaarde als uitgangspunt voor de huidige waarde van het vastgoed;
- marktconforme kasstromen over de looptijd.

- Op welke manier de financiële bijdrage van de maatschappelijke opgave beoordeeld wordt.
- Of het risicocomponent bepaald is en opgenomen is in de rendementseis voor de financiële beoordeling van een investering in bestaand bezit.
- Op welke manier corporaties de gemiddelde kostenvoet van het vermogen bepalen.

De punten van beoordeling worden afzonderlijk toegelicht in de analyse. In de conclusie worden de verschillende analysepunten samengenomen, om op basis daarvan antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag.

5.1 Methodiek van de investeringsafweging voor bestaand bezit

Uitkomst praktijkonderzoek: De DCF-methodiek heeft de voorkeur.
In het theoretisch kader werd geconcludeerd dat de DCF-methodiek, meer specifiek de IRR-methodiek, het best bruikbaar is voor de financiële investeringsafweging van bestaand vastgoed. Geltner en Neufville (2018) geven hiervoor de volgende drie voornaamste redenen.

- De DCF-methodiek bevat de drie belangrijkste overwegingen bij een investering, namelijk: kasstroom, tijd en risico.
- De rekenmethodiek is op zichzelf niet ingewikkeld, maar wel efficiënt en wijd toepasbaar. De doorrekentijd van een model is kort.
- De DCF methodiek is geïntegreerd in de vastgoedsector. Het is een bekende rekenmethodiek voor mensen die werkzaam zijn in deze sector.

De praktijk laat zien dat de DCF-methodiek goed is geïntegreerd. Onderzoek van Jacobs en Shivdasani (2012) laat zien dat 80 procent van de 300 respondenten bij investeringsafwegingen gebruikmaakt van de DCF-methodiek. Het praktijkonderzoek toont aan dat 73 procent van de woningcorporaties een DCF-methodiek hanteert. Dit laat zien dat de DCF-methodiek ook goed geïntegreerd is bij de investeringsafwegingen van woningcorporaties, want 25 woningcorporaties hanteren de IRR-methodiek.

5.2 Uitgangspunten methodiek marktconform

De IRR-methodiek bevat verschillende componenten bij een afweging van bestaand bezit, namelijk de huidige waarde van het vastgoedobject, de toekomstige kasstromen en een eindwaarde aan het einde van het gebruik.

Uitkomst praktijkonderzoek: Marktconform uitgangspunt bij investeringsafweging wordt toegepast
De verzelfstandiging van de corporaties betekende een verschuiving van het institutionele karakter richting het marktdenken. De financiële rendementsdoelstelling conflicteert met de

maatschappelijke doelstelling van corporaties. Onderzoekers stellen dat corporaties marktgerichtheid dienen na te streven. Dit kunnen zij doen door de maatschappelijke rol los te koppelen van de beleggersrol. Een belegger gaat in zijn berekening uit van marktconformiteit. Een woningcorporatie kan ervoor kiezen om marktconforme kasstromen door te rekenen, maar deze worden niet gerealiseerd. Wel kan in de vergelijking tussen markt en maatschappij de investeringsafweging worden gemaakt. Het praktijkonderzoek laat zien dat een marktconform uitgangspunt op twee manieren terugkomt, namelijk specifiek in de IRR-methodiek en in de beoordeling van de marktwaarde voor en na een investering. Het marktconforme uitgangspunt komt beperkt terug in de IRR-methodiek. Het praktijkonderzoek laat zien dat enkel twee corporaties een marktconform uitgangspunt kiezen in de IRR-berekeningen. Zij maken twee verschillende IRR berekeningen naast elkaar, namelijk een berekening met marktconforme uitgangspunten en een berekening met beleidsuitgangspunten. Specifiek stellen zijn dat zij hiermee de maatschappelijke bijdrage inzichtelijk maken. Bij16 corporaties wordt de marktwaarde voor en na een investering meegenomen in de boordeling.

5.3 Wijze van financiële beoordeling van bijdrage van de maatschappelijke opgave

Uitkomst praktijkonderzoek; Beleidsconforme kasstromen in de investeringsbeoordeling

Commerciële beleggers hanteren marktconforme kasstromen die bijdragen aan een marktconform rendement. Het institutionele kader laat zien dat woningcorporaties een lager rendement halen op het vastgoed dan commerciële beleggers.

De financiële rendementsdoelstelling conflicteert met de maatschappelijke doelstelling van corporaties. Onderzoek stelt dat corporaties marktgerichtheid dienen na te streven. Bij een investeringsbeslissing worden met het gebruik van een DCF-methodiek de toekomstige kasstromen contant gemaakt. Een woningcorporatie kan ervoor kiezen om marktconforme kasstromen door te rekenen, maar deze worden niet gerealiseerd. Marktconforme opbrengsten worden niet behaald door begrenzingen van de huur. Bovendien worden meer kosten gemaakt voor onderhoud en beheer. Waar in het praktijkonderzoek een IRR-methodiek wordt gebruikt, worden in 24 van de 27 rekenmethodieken beleidskastromen gebruikt. Dit betekent dat in de doorrekening de daadwerkelijk te realiseren kasstromen worden ingerekend. Zij laten daarmee expliciet niet zien wat de bijdrage van de maatschappelijke opgave is in de afweging. Hiermee zit een duidelijke spanning tussen portefeuilleniveau en projectniveau. Op portefeuilleniveau wordt juist gestuurd op het inzicht tussen marktconformiteit en het maatschappelijke rendement, dit gebeurt met de beleidswaarde. Op projectniveau wordt grotendeels uitsluitend gekozen voor de beleidskasstromen.

Onderzoek: Veel verschillende IRR-methodieken

In IRR-berekeningen heeft de inbrengwaarde een belangrijke invloed op de investeringsbeoordeling. Bij de IRR-berekening geldt dit ook voor de eindwaarde. Afhankelijk van de looptijd, kan dit de helft van de waarde bepalen. Met de invoering van het begrip markwaarde voor woningcorporaties als vervanger voor de bedrijfswaarde in 2015, is duidelijk gekozen voor marktconformiteit. De intern gerichte bedrijfswaarde is vervangen voor de extern gerichte marktwaarde. De beleidswaarde is als variant op de marktwaarde gesteld, om de maatschappelijke bijdrage te kwantificeren. Het begrip beleidswaarde vormt een belangrijke parameter voor de beoordeling op portefeuilleniveau. De toezichthouder beoordeelt hiermee de financiële positie. Als de investering bijdraagt aan de beleidswaarde, dan betekent dit een bijdrage aan het vermogen. De afweging van een corporatie is hierin van belang. De vraag is of de corporatie investeringen op een gewenste vermogensontwikkeling van de toezichthouder toetst (de beleidswaarde) of aan de markt, de marktwaarde of op een intern gewenste vermogensontwikkeling, bijvoorbeeld de bedrijfswaarde. Op basis van het praktijkonderzoek

kunnen vier basisvarianten onderscheiden worden. Daarbinnen zijn meer varianten te duiden. Deze verschillende IRR-methodieken geven een grote verscheidenheid aan uitkomsten. Het geeft echter geen eenduidig beeld over hoe de investeringen van corporaties een bijdrage leveren aan het vermogen. Het grootste deel van de corporaties sluit aan bij de gewenste vermogensontwikkeling van de toezichthouder, want 11 van de 25 corporaties die een IRR berekening hanteren, passen de beleidswaarde volledig toe in de berekening. Zes corporaties hanteren de combinatie van inbrengwaarde en eindwaarde vergelijkbaar met commercieel beleggers met beleidsconforme kasstromen voor de beschouwingsperiode van vijftien jaar.

5.4 Vertaling van risico naar rendementseis

Uitkomst praktijkonderzoek: Geen marktconforme vergoeding voor het risico in de rendementseis
De belegger wil een vergoeding voor het te lopen risico. De minimale vergoeding wordt gesteld als de rendementseis bij een investering. Een methodiek die volgens de theorie veel gebruikt wordt, is de WACC-methodiek. Deze methodiek sluit aan bij de gewenste rendementsberekening uit het theoretisch kader, namelijk de DCF-methodiek. Een veelgebruikte methodiek voor het bepalen van voor de vergoeding voor het ingebrachte eigen vermogen is de CAPM-methodiek. Hierbij wordt een marktconforme vergoeding gevraagd voor het risico dat de belegger loopt. In het institutionele kader werd gesteld dat voor de bepaling van het risico op het eigen vermogen, corporaties de CAPM-methodiek niet toepassen. Volgens onderzoek van Pronk (2019) kijken corporaties naar de minimale gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen. Hierbij komt het merendeel uit op minimale jaarlijkse ontwikkeling van inflatie. De uitkomsten van het praktijkonderzoek sluiten aan bij dit onderzoek. Er wordt geen marktconforme vergoeding berekend voor het risico dat een corporatie loopt. Het uitgangspunt bij het stellen van de rendementseis, is financieel. De resultaten laten zien dat waar de WACC wordt toegelicht, deze bestaat uit de gemiddelde kostenvoet van het vreemd vermogen en het eigen vermogen.

5.5 Bepaling van de gemiddelde kostenvoet van het vermogen

Volgens de theorie is de WACC-methode de meest gebruikte methodiek om de rendementseis te bepalen. De WACC bestaat uit een minimale vereiste vergoeding voor het rendement op vreemd vermogen en eigen vermogen. De vereiste vergoeding van het rendement op vreemd vermogen wordt bepaald op basis van de kosten van het vreemd vermogen. Met betrekking tot het rendement op eigen vermogen werd in de voorgaande paragraaf gesteld dat corporaties een niet-conforme rendementseis hanteren.

Uitkomst praktijkonderzoek: Korte termijn en lange termijn bij de bepaling van de gemiddelde kostenvoet.
Corporaties kiezen voor een rendementseis die aansluit bij de ontwikkeling van het vermogen. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat voor de rendementseis naar de lange termijn gekeken dient te worden. Dit past bij de investeringskeuze van een woningcorporatie, aangezien deze grotendeels een lange investeringshorizon heeft. Het praktijkonderzoek laat verder zien dat er verschillende uitgangpunten als basis worden genomen voor de bepaling van de kostenvoet van het vreemd vermogen. Hierbij is een tweedeling tussen de corporaties zichtbaar. De kostenvoet wordt bepaald op basis van de huidige portefeuille of op de aan te trekken financiering uit de markt. De uitkomsten sluiten deels aan bij het institutioneels kader waarin een langetermijn horizon als gewenst wordt gezien. Voor de kostenvoet van het eigen vermogen worden ook zowel korte- als langetermijn uitgangspunten gehanteerd. Er wordt gekeken naar het huidige rendement op het eigen vermogen en de vermogensontwikkeling op korte termijn en lange termijn.

Uitkomst praktijkonderzoek: Spreiding in uitkomsten door aannames bij berekening
Onderzoek dat in het institutioneel kader ter sprake kwam, laat zien dat verschillende aannames veel impact hebben op het wel of niet doorgaan van investeringen. De kostenvoet van het vreemd vermogen geeft bijvoorbeeld verschillen afhankelijk van de keuze van de basis (historisch, het huidige moment of toekomst). In het praktijkonderzoek komen op elk onderdeel van de bepaling van de kostenvoet van het vermogen verschillen tussen corporaties naar voren. Oorzaken van verschillen zijn:

- aannames kosten vreemd vermogen;
- aannames kosten eigen vermogen;
- de verhouding in kostenvoet tussen eigen vermogen en vreemd vermogen;
- correcties op de rendementseis.

6. Conclusie en discussie

Dit onderzoek was een verkenning van de financiële afweging bij investering in bestaand bezit door woningcorporaties. De vraag was welke afwegingen in de theorie gesteld worden en hoe woningcorporaties deze toepassen. De hoofdvraag luidde: Op welke wijze vindt door een woningcorporatie op projectniveau de financiële beoordeling van een investering in bestaand sociaal bezit plaats? Door kwalitatief onderzoek uit te voeren, is deze onderzoeksvraag beantwoord. Hiervoor zijn 52 woningcorporaties beoordeeld. In dit hoofdstuk wordt een drietal belangrijke conclusies uitgelicht. In paragraaf 6.2 worden de resultaten vervolgens bediscussieerd. Dit gebeurt enerzijds in het licht van de doelstelling en vraagstelling van het onderzoek en anderzijds in het licht van de literatuur die is behandeld.

6.1 Conclusie

De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn:

- Voor de financiële beoordeling van investeringen door woningcorporaties, wordt de basis van de rekenmethodiek van beleggers gehanteerd.
- Beleidsmatige uitgangspunten in de methodiek hebben de voorkeur bij de afweging
- Er zijn veel verschillende uitgangspunten in de berekening van het rendement en de rendementseis.

Voor de financiële beoordeling van investeringen door woningcorporaties, wordt de basis van de rekenmethodiek van beleggers gehanteerd.

Voor de financiële afweging van een investering berekent de belegger een beleggingswaarde, die dient te voldoen aan een minimale rendementseis. De meest toegepaste methodiek door beleggers is een IRR-methodiek in de vorm van een DCF-berekening. De uitkomst van deze berekening is het percentage dat het rendement aangeeft. Dit rendement wordt vervolgens afgezet tegen een rendementseis. Corporaties hanteren eenzelfde methodiek voor de afweging van een investering in bestaand bezit.

Beleidsmatige uitgangspunten in de methodiek hebben de voorkeur bij de afweging

Aangezien beleggers een commerciële doelstelling hebben, worden investeringsafwegingen gemaakt waarbij financieel rendement leidend is voor de keuze. Corporaties hebben echter maatschappelijke doelstellingen die zij willen behalen, waarbij zij financiële continuïteit nastreven. Deze maatschappelijke doelstelling betekent een lager financieel rendement, waarmee een maatschappelijk offer wordt gedaan. De overheid en toezichthouders willen transparantie voor dit maatschappelijk offer. Theoretici stellen dat een marktconform uitgangspunt van belang is voor woningcorporaties om het marktdenken te stimuleren in een markt waar de ‘tucht’ van de markt ontbreekt. Bij de investeringsafweging door woningcorporaties worden in mindere mate volledige marktconforme uitgangspunten toegepast bij de rendementsberekening dan door beleggers. Bij de bepaling van de rendementseis worden geen marktconforme uitgangspunten gehanteerd en in de rendementsberekening worden marktconforme uitgangspunten en beleidsconforme uitgangspunten door elkaar heen gebruikt. Het overgrote deel van de corporaties hanteert de beleidswaarde en beleidskasstromen. Hiermee sluiten corporaties aan bij de vermogensontwikkeling op portefeuilleniveau, gesteld door de externe toezichthouder. Op Portefeuilleniveau wordt door gebruik van de marktwaarde en beleidswaarde inzicht verkregen in het maatschappelijke rendement. Waar op portefeuilleniveau wel een inzicht wordt gegeven in de

maatschappelijke bijdrage, kiezen corporaties er veelal voor om dit op projectniveau niet op te nemen in het investeringsstatuut als beoordeling.

Veel verschillende uitgangspunten in berekening van het rendement en de rendementseis

De mix van verschillende marktconforme en beleidsmatige uitgangspunten in de berekening, zorgt voor verschillende uitkomsten. Door de verschillende berekeningsmethodieken, is het lastig om de rendementsuitkomsten van verschillende corporaties te vergelijken. Voor een vergelijking dienen alle uitgangspunten naast elkaar gelegd te worden. De berekening van de minimale rendementseis lijkt echter hetzelfde bij de verschillende corporaties, want unaniem wordt gekozen voor de gemiddelde kostenvoet van het vermogen. Onderzoek toont aan dat verschillende methodieken tot diverse uitkomsten leiden. Het praktijkonderzoek laat zien dat rekenmethodieken bij corporaties zeer verschillend zijn, waarmee ook de rendementseis van corporaties verschillen. Dit kan van invloed zijn op het wel of niet kiezen voor een investering.

6.2 Discussie, reflectie en aanbevelingen voor verder onderzoek

In deze paragraaf wordt gereflecteerd op het onderzoek en wordt een aantal aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek.

6.2.1 Discussie en reflectie

Het doel van dit onderzoek was om inzicht te krijgen in de financiële beoordeling van een woningcorporatie op projectniveau. Dit inzicht is verkregen in een verkennend onderzoek. Discussie kan worden gevoerd over de methodiek van onderzoek. Interviews met vastgoedspecialisten bij woningcorporaties en vastgoedspecialisten in de sector geeft meer verdieping in het onderzoek. De keuze voor het investeringsstatuut als onderzoeksobject is bewust geweest, aangezien de feitelijkheid en de objectiviteit van een statuut bijdragen aan een objectieve beoordeling.

De steekproefomvang omvat met 52 woningcorporatie 17 procent van de totaal aantal woningcorporaties in Nederland. De spreiding van corporaties naar omvang, werkgebied en investeringsvolume is voldoende aanwezig. De representativiteit van het onderzoek is hiermee geborgd. Wel gaf de afwezigheid van informatie in twaalf investeringsstatuten aanleiding tot aanvullend onderzoek om de representativiteit te behouden, omdat vooral bij de relatief grote corporaties informatie ontbrak. Aanvullend onderzoek is uitgevoerd door middel van gestructureerde interviews bij zes woningcorporaties. De interviews hebben een ander karakter dan een beoordeling van een investeringsstatuut. In een investeringsstatuut kan informatie soms ‘verstopt’ zijn in de totale inhoud, terwijl In een interview concreet kan worden aangegeven waar daadwerkelijk op gestuurd wordt. Aangezien het een verkennend onderzoek betreft, is bij de beoordeling van het investeringsstatuut bij twijfel aan de bedoeling van de inhoud voor gekozen om het antwoord als onbekend te beschouwen. Op die manier is ervoor gezorgd dat onduidelijke informatie zo weinig mogelijk in een bepaalde richting geïnterpreteerd is. Om de beoordeling van de statuten aan te laten sluiten bij interviews is er bij interviews steeds strikt gekozen om bij de inhoud van het investeringsbeoordelingskader te blijven. Er zijn uitsluitend de vragen gesteld waarbij ook bij de beoordeling naar is gekeken. Daardoor was het een formeel interview met korte bondige antwoorden. Door middel van gestructureerde interviews bij zes woningcorporaties met vaste vraagformulering, heeft een objectieve beoordeling plaats kunnen vinden. Door de keuze van deze triangulatie is de representativiteit alsnog geborgd.

Door de objectiviteit van de gegevens, kan de reproduceerbaarheid als goed worden beschouwd. Daarbij is het verkennende karakter een belangrijk uitgangspunt van de onderzoeker bij de

beoordeling van gegevens. Bij onvoldoende informatie is ook geen antwoord geformuleerd in de beoordeling. Hierbij is geen ruimte genomen voor interpretatie van het gestelde in het statuut.

De kwaliteit van de verzamelde data kan als voldoende worden beschouwd. De gewenste sturing van de VTW en AEDES om voldoende kwaliteit in het statuut te verkrijgen, heeft hieraan bijgedragen. De verzamelde data waren voldoende om de vraagstelling te beantwoorden. Er is bewust niet gekozen voor aanvullend onderzoek om de resultaten te bevestigen. Dit kan worden gezien als een beperking, ofwel als een gemiste kans om meer bevestiging van de resultaten te vinden. Het institutionele kader in het onderzoek bevat echter voldoende praktijkervaringen uit de corporatiesector. In de analyse van de resultaten wordt de praktijk uit het institutionele kader vergeleken met de resultaten.

Verder is in het theoretisch kader zowel in het onderdeel rendement als in het onderdeel waarde en risico stilgestaan bij de doelstellingen van een woningcorporatie ten opzichte van die van een belegger, ofwel bij de financiële rendementsdoelstelling ten opzichte van de maatschappelijke doelstelling. Op organisatieniveau zijn de onderzoekers het eens over het economisch perspectief als uitgangspunt voor een duurzame taakuitvoering. Daarbij dienen de keuzes die bijdragen aan de maatschappelijk doelstelling transparant zichtbaar te zijn. Uitgaande hiervan werd verwacht dat corporaties dit uitgangspunt hanteren bij de financiële toets op projectniveau. Het praktijkonderzoek toont aan dat de maatschappelijke bijdrage via het corporatiebeleid verweven is in de financiële beoordeling. De resultaten kunnen als strijdig met het theoretisch kader worden gezien. Het inzicht in de maatschappelijk bijdrage ontbreekt hiermee in de investeringsbeslissing. Vergelijkbaar onderzoek van Pronk (2019) geeft eenzelfde beeld, namelijk dat corporaties uitsluitend sturen op financiële continuïteit en marktconformiteit niet als uitganspunt nemen.

6.2.2 aanbevelingen voor vervolgonderzoek

In deze paragraaf wordt een drietal aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek.

1. **Vergelijking van het DAEB-segment met het niet-DAEB-segment**

Dit onderzoek richtte zich specifiek alleen op het DAEB-segment van een woningcorporatie, ofwel op het sociale-huursegment. Corporaties ontplooien naast sociale activiteiten, echter ook commerciële activiteiten in het niet-DAEB-segment. Een aanbeveling is om vervolgonderzoek uit te voeren of de uitkomsten in het DAEB-segment verglijkbaar zijn met de uitkomsten in het niet-DAEB-segment. De borging van leningen door het WSW vindt uitsluitend plaats in het DAEB-segment. Daarbij vervallen in het niet-DAEB-segment beleidsbeperkingen in bijvoorbeeld de huur, die specifiek gelden voor het DAEB-segment. Verwacht wordt dat in dit segment marktconforme normen als uitgangspunt gelden.

2. **Bepaling van wat de gewenste methodiek is voor een investeringsbeoordeling**

Met dit verkennende onderzoek is inzicht gegeven in de berekeningssystematiek. Echter, de gewenste financiële beoordeling is niet bepaald. Aanbevolen wordt om vervolgonderzoek te doen naar de gewenste beoordeling. De vraag is of deze aansluit bij de theoretici die stellen dat het bedrijfseconomisch oogpunt als basis gebuikt dient te worden, of dat de forse maatschappelijke doelstellingen en het specifieke lange termijn karakter van investeringen een grondslag zijn voor een maatschappelijke basis als beoordeling.

3. **De hardheid waarmee de financiële toets wordt toegepast**

In dit onderzoek werd gefocust op hoe de financiële toets inhoudelijk vormgegeven is. De keuze om op basis van de uitkomst een investering wel of niet te doen, is buiten beschouwing gebleven.

Het beeld dat voortkomt uit het praktijkonderzoek, en ook uit vergelijkbaar onderzoek uit het institutionele kader, is dat de financiële toets geen harde toets is. In meerdere statuten wordt toegelicht dat de toets wordt toegepast, maar dat als deze niet voldoet, een toelichting van het maatschappelijke doel voldoende kan zijn voor het door laten gaan van de investering. Hieruit blijkt dat het relevant is om te kijken wat de toegevoegde waarde dan is van een financiële toets op projectniveau. Het belang van financiële continuïteit op portefeuilleniveau en het behalen van de organisatiedoelstellingen lijkt van groter belang, mede omdat de externe toezichthouder hierop stuurt.

Bibliografie

Aedes. (2017). *Governancecode woningcorporaties 2015.* https://www.vtw.nl/data/media/files/Governancecode_woningcorporaties_2015_versie_juli_2017.pdfafwegingskader-investeringen.pdf , bekeken op 14 april 2020

Aedes. (2018) *Sectorrapport CO2 neutraal https://dkvwg750av2j6.cloudfront.net/m/16a04c1444fa5c3c/original/Sectorrapport-CO2-neutraal-mei-2018.pdf , bekeken op 16 april 2020*

Berkhout, T. M., & Hordijk, A. C. (2009) *International Valuation Standards en Nederlandse waarderingsstandaarden: definities, vergelijkingen en implementatie.*

Conijn, J. (2012). *DrieKamerModel.* https://docplayer.nl/storage/27/9968403/1594812156/_yfoXWNbxGlZSvVcYeFdug/9968403.pdf ,bekeken op 3 mei 2020

Conijn, J. Eggermont, M., & Wetzels, S. (2020). *Duurzaam bedrijfsmodel: een financiële invalshoek.* https://finance-ideas.nl/wp-content/uploads/2020/05/duurzaam-bedrijfsmodel-een-financile-invalshoek-april-2020.pdf , bekeken op 22 april 2020

Conijn, J., Van der Goes, E., Albers, D., & Kosterman, W. (2018). *Ontwikkeling marktwaarde corporatie woningen 2017*. https://gemeentennl.nl/wp-content/uploads/2018/07/Ortec-Finance-Rapport-ontwikkeling-Marktwaarde-Corporatiewoningen-2017-D....pdf , bekeken op 22 april 2020

Conijn, J., Verkoeijen, A., & Eijsvogel, J. (2019). *Afwegingskader investeringen*. https://www.ortecfinance.com/-/media/files/unrestricted/pdfs/real-estate-solutions/ortec-finance-_-afwegingskader-investeringen.pdf , bekeken op 22 april 2020

De Jong, R. (2007) Back to civil society? De corporatie als eigensoortige maatschappelijke onderneming. SEV essay-reeks nr.3 2007

Dorr, D., & Wittenberg, M. (2013). *De Nieuwe Woningcorporatie. Bouwstenen voor de inrichting van de organisatie.* https://www.atrive.nl/static/default/files/Atriv%C3%A9/downloads%20Atriv%C3%A9/Eindrapport%20de%20Nieuwe%20Woningcorporatie.pdf ,bekeken op 14 mei 2020

Geltner, D., & De Neufville, R (2018). *Flexibility and Real estate valuation under uncertainty: A practical guide for developers* (1e ed.). Wiley Blackwell.

Gils, M., & Swagerman, D. B. (2015). Toepassing van de WACC in de woningcorporatiesector. Een verkenning van de mogelijkheden en onmogelijkheden*. Financiering, , 89,* 46-53*.*

Gruis, V. H. (2000). *Financieel economische grondslagen voor woningcorporaties: het bepalen van bedrijfswaarderisico's en het voorraadbeleid* (proefschrift). https://repository.tudelft.nl/islandora/object/uuid:bfef4b3b-e046-485b-9898-30a7362d2953/datastream/OBJ/download , bekeken op 12 april 2020

Jacobs, M. T., & Shivdasani, A. (2012, juli/augustus). *Do You Know Your Cost of Capital?* van: https://hbr.org/2012/07/do-you-know-your-cost-of-capital ,bekeken op 12 mei 2020

Keeris, W. G. (2001). *Vastgoedbeheer Lexicon* (1e ed.)*.* Ten Hagen Stam uitgevers.

Lusht, K. M. (2012). *Real Estate Valuation: Principles and Applications* (1e ed.). KML publishing

Nieboer, N. E. T. (2009). *Het lange koord tussen portefeuillebeleid en investeringen van woningcorporaties* (proefschrift). http://docplayer.nl/storage/30/14523033/1594813831/1e4dP1sHmsMnJi9pXXLXWA/14523033.pdf , bekeken op 13 april 2020

Pronk, D. (2019). *Rendement voor woningcorporaties. https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MRE/19/Pronk_DP.pdf , bekeken op 15 april 2020*

Snuverink, H. M. (2006). *Verzelfstandigingsproces bij woningcorporaties: de geschiedenis. Quintis.*

Ten Have, G. M. (2011) *Taxatieleer vastgoed 1* (5e ed.). Noordhoff uitgevers.

Van der Kuij, R. (2013). *Woningcorporaties en Vastgoedontwikkeling: Fit for Use?* (Proefschrift). https://books.bk.tudelft.nl/index.php/press/catalog/view/isbn.9789461862679/620/344-1, bekeken op 10 april 2020

Van der Lans, J., & Pflug, M. (2016). *Canon volkshuisvesting: geschiedenis van sociale huisvestiging in Nederland* (3e ed.). Vereniging Canon Sociaal Werk.

Van Gool, P., & Jager, P. (2013). *Onroerend goed als belegging* (5e ed.). Wolters-Noordhoff BV.

Van Niftrik, J (2014). *Gedragseconomie en de complexgewijze verkoop van corporatiewoningen https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/14/Niftrik.pdf , bekeken op 16 april 2020*

Vlak, A. L. M., Konings, P. P. H., Eskinasi, M.,& Dirkse, G. H. C. (2008). Corporaties & sturen op kengetallen: corporaties en hun rollen in de vastgoedbedrijfskolom (2e ed.). Nestas communicatie.

Waarborgfonds Sociale Woningbouw. (2018). *Investeren in verduurzamen DAEB-bezit kent grenzen.* https://www.wsw.nl/fileadmin/user_upload/Nieuws/20181002_Geactualiseerd_onderzoek_WSW_duurzaamheid.pdf , bekeken op 16 mei 2020

Bijlage 1: Gegevens corporaties steekproef

corporatienaam	Aantal woningen	provincie	grootteklasse
Acantus	13.383	Groningen	10.001-25.000 vhe's
Antares Woonservice	6.102	Limburg	5.001-10.000 vhe's
Area	8.456	Noord-Brabant	5.001-10.000 vhe's
Berg en Terblijt	295	Limburg	< 1.000 vhe's
Centrada	9.080	Flevoland	5.001-10.000 vhe's
Clavis	2.593	Zeeland	1.001-2.500 vhe's
De Alliantie	57.359	Noord-Holland	> 25.001 vhe's
De Woningstichting	5.407	Gelderland	5.001-10.000 vhe's
Destion	2.495	Limburg	2.501-5.000 vhe's
Eigen Haard	57.462	Noord-Holland	> 25.001 vhe's
FidesWonen	2.331	Zuid-Holland	1.001-2.500 vhe's
GoedeStede	8.055	Flevoland	5.001-10.000 vhe's
Habion	10.704	Gelderland	10.001-25.000 vhe's
HEEMwonen	10.715	Limburg	10.001-25.000 vhe's
Idealis	5.035	Gelderland	5.001-10.000 vhe's
Lefier	30.302	Groningen	> 25.001 vhe's
Maasvallei Maastricht	3.891	Limburg	2.501-5.000 vhe's
Parteon	16.397	Noord-Holland	10.001-25.000 vhe's
Patrimonium - Barendrecht	2.578	Zuid-Holland	2.501-5.000 vhe's
Patrimonium woonservice	7.815	Utrecht	5.001-10.000 vhe's
Plavei	4.173	Gelderland	2.501-5.000 vhe's
Rentree	3.597	Overijssel	2.501-5.000 vhe's
Rhenam Wonen	2.834	Utrecht	2.501-5.000 vhe's
Rondom Wonen	2.492	Zuid-Holland	2.501-5.000 vhe's
Samenwerking Vlaardingen	3.885	Zuid-Holland	2.501-5.000 vhe's
Thús Wonen	6.342	Friesland	5.001-10.000 vhe's
Van Alckmaer	2.566	Noord-Holland	2.501-5.000 vhe's
VechtHorst	2.350	Overijssel	1.001-2.500 vhe's
Vestia	71.806	Zuid-Holland	> 25.001 vhe's
Vivare	23.828	Gelderland	10.001-25.000 vhe's
Volkshuisvesting Arnhem	13.252	Gelderland	10.001-25.000 vhe's
Wonen Limburg	27.047	Limburg	10.001-25.000 vhe's
Wonen Zuid	14.121	Limburg	10.001-25.000 vhe's
Woonbedrijf	33.471	Noord-Brabant	> 25.001 vhe's
Wooncompagnie	14.236	Noord-Holland	10.001-25.000 vhe's
Woonkwartier	8.767	Noord-Brabant	5.001-10.000 vhe's
Woonpartners	7.888	Noord-Brabant	5.001-10.000 vhe's
Woonstad Rotterdam	51.564	Zuid-Holland	> 25.001 vhe's
Woonstede	10.020	Gelderland	10.001-25.000 vhe's
Woontij	2.215	Noord-Holland	1.001-2.500 vhe's
Woonwaarts	11.415	Gelderland	5.001-10.000 vhe's
Woonwijze	2.991	Noord-Brabant	2.501-5.000 vhe's
Woonzorg Nederland	43.924	Noord-Holland	> 25.001 vhe's
Wormerwonen	2.165	Noord-Holland	1.001-2.500 vhe's
Ws Barneveld	4.175	Gelderland	2.501-5.000 vhe's
Ws Heteren	-	Gelderland	< 1.000 vhe's
Ws Nieuwkoop	1.142	Zuid-Holland	1.001-2.500 vhe's
Ymere	77.689	Noord-Holland	> 25.001 vhe's
Portaal	53.981	Utrecht	> 25.001 vhe's
Woonbedrijf ieder1	14.468	Overijssel	10.001-25.000 vhe's
Valburg	1.217	Gelderland	1.001-2.500 vhe's
BrabantWonen	19.022	Noord-Brabant	10.001-25.000 vhe's