

Legitimiteit door uniformiteit?

Een onderzoek naar investeringsafwegingen van Nederlandse woningcorporaties

Studie: Parttime Master Bedrijfskunde (2013-2015)
Instituut: Rotterdam School of Management
Erasmus Universiteit
Begeleider: Dr. P. Neuteboom
Meelezer: Dr. M. van Rinsum
Student: Koen van 't Hof
Studentnr.: 403773
Betreft: Afstudeerscriptie
Versie: Final
Datum: 19 oktober 2015

Voorwoord

Voor u ligt mijn afstudeeronderzoek, geschreven in het kader van de afronding van de studie Parttime Master Bedrijfskunde aan Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit.

De woningcorporatiesector is in transitie. Er moet doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt worden door woningcorporaties om als sector legitimiteit te behouden en te heroveren. De aanleiding van dit afstudeeronderzoek is het ontbreken van uniforme afspraken omtrent het besluitvormingsproces rondom investeringen bij woningcorporaties. In dit onderzoek worden de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces in kaart gebracht. In hoeverre kan aan de norm controleerbaarheid worden voldaan? Door deze vraag te beantwoorden en het benoemen van aanbevelingen die hieraan verbonden zijn, hoop ik een bijdrage te leveren aan het legitimatievraagstuk van de woningcorporatiesector.

Na twee jaar komt met het afronden van dit afstudeeronderzoek ook een einde aan mijn studie Parttime Master Bedrijfskunde. Het zijn twee intensieve, maar ook bijzonder inspirerende jaren geweest. Het wekelijkse contact en discussies met docenten en medestudenten ga ik missen.

Graag wil ik een aantal mensen bedanken voor hun bijdrage aan de realisatie van dit afstudeeronderzoek. Allereerst Peter Neutenboom en Marcel van Rinsum, beiden verbonden aan de Rotterdam School of Management. In het bijzonder de heer Neutenboom voor de begeleiding gedurende mijn afstuderen. Met name omdat hij mij op vakkundige en pragmatische wijze een aantal keer weer terug op het juiste spoor heeft weten te brengen.

De heer Van Rinsum wil ik bedanken voor zijn kritische blik die heeft bijgedragen aan de kwaliteit van het onderzoek dat voor u ligt.

Daarnaast wil ik Jeroen den Hollander en Martine van Sprundel, werkzaam bij Corporatie D, bedanken voor hun tijd, adviezen en inzet. Daarnaast zou het zonder hun netwerk niet mogelijk zijn geweest om dit onderzoek uit te voeren.

Ook wil ik de woningcorporaties bedanken die geparticipeerd hebben aan dit onderzoek. In het bijzonder de medewerkers van deze woningcorporaties die ik heb mogen interviewen en deel hebben genomen aan de expert sessie.

Tot slot wil ik mijn partner bedanken voor haar steun gedurende deze periode.

Koen van 't Hof

Gouda, oktober 2015

Samenvatting

De woningcorporatiesector is in transitie. Zoals uiteengezet door de parlementaire enquête commissie Woningcorporaties moet er doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt worden door woningcorporaties om als sector legitimiteit te behouden en te heroveren. De aanleiding van dit afstudeeronderzoek is het ontbreken van uniforme afspraken omtrent het besluitvormingsproces rondom investeringen bij woningcorporaties. Hierdoor kunnen woningcorporaties verschillende waarderingsgrondslagen, afwegingskaders en rekenmethoden hanteren in het besluitvormingsproces. De vraag is in hoeverre door het ontbreken van uniformiteit doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt kan worden. In hoeverre kan een uniform investeringsproces bijdragen aan de controleerbaarheid van de sector met als effect dat maatschappelijk kapitaal doeltreffender en doelmatiger besteed wordt in de Nederlandse woningmarkt?

Om nut en noodzaak van uniformiteit te kunnen bepalen moet eerst inzicht verkregen worden wat de effecten en oorzaken zijn van het ontbreken van uniformiteit. Dit heeft geresulteerd in onderstaande onderzoeksvraag:

Wat zijn de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen bij Nederlandse woningcorporaties?

Om deze effecten en oorzaken te bepalen is onderzoek uitgevoerd op basis van een multiple case study. Deze studie is gebaseerd op een vergelijkend onderzoek tussen woningcorporaties. In dit vergelijk ligt de nadruk op het ontbreken van uniformiteit in de kwantitatieve methoden en technieken die onderdeel zijn van het besluitvormingsproces. Om de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit zichtbaar te maken is gekozen voor het verzamelen van data op basis van deskresearch, uitgewerkte geüniformeerde projecten, interviews, het doorrekenen van de geüniformeerde projecten op basis van de verzamelde data bij de onderzochte woningcorporaties, een expertsessie en een survey bij de woningcorporaties.

Op basis van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat er in zeer beperkte mate sprake is van uniformiteit in het besluitvormingsproces rondom investeringsprojecten. De geconstateerde effecten hiervan zijn dat woningcorporaties andere waarderingsgrondslagen hanteren, andere afwegingskaders gebruiken en rekenmethoden anders toepassen. Met als gevolg dat het verwachte resultaat is dat er daardoor ook anders over projecten wordt besloten. De bevindingen uit dit onderzoek onderschrijven dit resultaat waarbij wel een nuance moet worden aangebracht. Dit onderzoek heeft namelijk laten zien dat in de praktijk, in de feitelijke besluitvorming ook afgeweken kan worden van de kwantitatieve afweging van een investeringsproject.

Een algemene constatering is dat de sector in transitie is waardoor het besluitvormingsproces bij woningcorporaties ook in ontwikkeling is en daardoor uniformiteit ontbreekt. De oorzaken die in dit onderzoek naar voren zijn gekomen voor het ontbreken van uniformiteit zijn divers.

Het onderzoek heeft laten zien dat woningcorporaties uiteindelijk anders over identieke investeringsprojecten besluiten door het ontbreken van uniformiteit bij de waarderingsgrondslagen, rekenmethoden, invulling van parameters en de kwantitatieve afwegingskaders die de woningcorporaties toepassen.

Het gebrek aan uniformiteit in het besluitvormingsproces heeft als gevolg dat de besluitvorming rondom investeringsprojecten moeilijk controleerbaar is. Door het ontbreken van uniformiteit is vergelijk tussen woningcorporaties en de keuzes die worden gemaakt niet goed mogelijk. Hierdoor is onduidelijk waarom bij woningcorporatie X een project wel tot uitvoering wordt gebracht en hetzelfde project bij woningcorporatie Y niet .

Om het besluitvormingsproces controleerbaar te maken wordt op basis van dit onderzoek aanbevolen dat woningcorporaties waarderingsgrondslagen, afwegingskaders en op onderdelen de toepassing van de rekenmethoden uniformeren.

Waarbij de afwegingskaders en de gekoppelde rekenmethoden in ieder geval inzicht moeten geven in de marktconformiteit van een investering, of een project voldoet aan de interne rendementseisen van de woningcorporatie en hoe hoog het economisch offer door de (maatschappelijke) beleidskeuzes van de woningcorporatie is.

Wanneer woningcorporaties gelijke methoden en technieken aanhouden en/of ontwikkelen en dezelfde uitgangspunten hanteren is het resultaat hiervan dat de controleerbaarheid van de sector toeneemt. Dit biedt vervolgens ook een basis voor het kanaliseren van de verdere discussie over het economisch offer en de verhouding tussen enerzijds het deel dat toe te schrijven is aan inefficiëntie en anderzijds aan de maatschappelijke taak van de woningcorporatie. Dit onderscheid is van belang omdat inefficiënte van invloed is op de doelmatigheid van de sector. Daarnaast is het van belang hoe hoog het geaccepteerde economisch offer mag zijn in het kader van het uitvoeren van de maatschappelijke taak van de woningcorporatie. Het economisch offer kan per project en per woningcorporatie verschillen.

Als woningcorporaties dezelfde waarderingsgrondslagen, afwegingskaders en op onderdelen dezelfde rekenmethoden toepassen is het mogelijk om op uniforme wijze af te wegen en verantwoording af te leggen aan de stakeholders op organisatie en op institutioneel niveau en de dialoog met elkaar aan te gaan hoe het maatschappelijk kapitaal het beste kan worden besteed binnen de Nederlandse woningmarkt.

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	8
1.1	Onderzoeksdoelstelling en onderzoeksvragen.....	10
1.1.1	Onderzoeksdoelstelling	10
1.1.2	Centrale onderzoeksvraag.....	10
1.1.3	Deelvragen	10
1.1.4	Methodologie	10
1.2	Maatschappelijke relevantie	10
1.3	Wetenschappelijke relevantie.....	11
2	Theoretische verkenning.....	12
2.1	Legitimititeitstheorie en stakeholdertheorie	13
2.2	Waarderingsgrondslagen	16
2.3	Rekenmethoden	19
3	Onderzoek context: Woningcorporatiesector	20
3.1	Woningcorporatiesector in vogelvlucht.....	20
3.2	Oorzaken beperkte investeringscapaciteit woningcorporaties.....	24
4	Multiple case study.....	26
4.1	Woningcorporaties.....	28
4.2	Investeringsprojecten	29
4.2.1	Renovatieprojecten.....	30
4.2.2	Nieuwbouwprojecten	32
5	Onderzoeksresultaten	33
5.1	Participatie.....	33
5.2	Besluitvormingsproces	33
5.3	Waarderingsgrondslagen	33
5.4	Afwegingskaders	35
5.4.1	Bedrijfswaarde	36
5.4.2	Beleidswaarde	36
5.4.3	Marktwaarde.....	37
5.4.4	Samenvatting afwegingskaders	39
5.5	Rekenmethoden	40
5.5.1	Gevoeligheidsanalyse DCF-methode	41
5.5.2	Invulling parameters DCF-methode	43
5.5.3	Uitkomsten investeringsprojecten.....	56

5.6	Besluitvorming investeringsprojecten	66
5.6.1	Renovatieproject eengezinswoning	68
5.6.2	Renovatieproject meergezinswoning	69
5.6.3	Nieuwbouwproject eengezinswoning.....	69
5.6.4	Nieuwbouwproject meergezinswoning.....	70
5.6.5	Samenvatting besluitvorming.....	72
6	Conclusie, discussie en aanbevelingen	73
6.1	Conclusie.....	73
6.1.1	Waarderingsgrondslagen.....	73
6.1.2	Afwegingskaders	74
6.1.3	Rekenmethoden & invulling van parameters	74
6.1.4	Besluitvorming	76
6.2	Discussie en praktische aanbevelingen.....	77
6.2.1	Waarderingsgrondslagen.....	78
6.2.2	Afwegingskaders	80
6.2.3	Rekenmethoden & invulling van parameters	83
6.2.4	Besluitvorming	84
6.3	Aanbevelingen voor nader onderzoek.....	87
6.4	Beperkingen	88
7	Referenties.....	89
8	Bijlagen	91
8.1	Bijlage I - waarderingsgrondslagen	91
8.2	Bijlage II - opzet Survey.....	92
8.3	Bijlage III – uitkomsten specifieke investeringsprojecten.....	93
8.3.1	Renovatieproject eengezinswoning	93
8.3.2	Renovatieproject meergezinswoning	94
8.3.3	Nieuwbouwproject eengezinswoning.....	97
8.3.4	Nieuwbouwproject meergezinswoning.....	100
8.4	Bijlage IV - afwegingskaders vs uitkomsten specifieke investeringsprojecten.....	103
8.4.1	Renovatieproject meergezinswoning	103
8.4.2	Nieuwbouwproject eengezinswoning.....	105
8.4.3	Nieuwbouwproject meergezinswoning.....	107

1 Inleiding

Woningcorporaties staan onder druk. De parlementaire enquête, de herziende woningwet, de verhuurdersheffing, aangescherpte en bijgestelde financieringseisen, saneringssteun en de marktomstandigheden zijn factoren die van grote invloed zijn op de investeringscapaciteit en investeringsbeslissingen van woningcorporaties (diverse bronnen, paragraaf 3.2). Woningcorporaties die los van de externe factoren ook onderling verschillen in beleid en financiële positie kennen (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b) maar gezamenlijk een maatschappelijke rol vervullen in de Nederlandse woningmarkt (Beekers, 2012).

Het besluitvormingsproces rondom investeringen is niet uniform binnen de woningcorporatiesector. Er zijn geen uniforme afspraken over kwantitatieve methoden en technieken die gehanteerd moeten worden bij investeringsafwegingen. Hierdoor kunnen woningcorporaties verschillende waarderingsgrondslagen, afwegingskaders en rekenmethoden hanteren in het besluitvormingsproces. Los nog van de invulling van de parameters van de rekenmethoden. Het is waarschijnlijk dat bij identieke investeringsprojecten de uitkomsten van berekeningen verschillen, net als de afwegingskaders die gehanteerd worden. Uitkomsten en afwegingskaders die de raad van bestuur (RvB) en de raad van commissarissen (RvC) moeten helpen beslissingen te nemen.

Na de juridische verzelfstandiging van de sector in 1993 door de invoering van het Besluit Beheer Sociale Huisvesting (BBSH) en de financiële verzelfstandiging in 1995 middels de 'brutering' is het de sector niet gelukt om haar maatschappelijke rol op een breed gedragen wijze en zonder incidenten in te vullen (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014a). Het maatschappelijk draagvlak is weggezaakt wat een cruciale bedreiging is voor de toekomst van het stelsel (Boelhouwer, Elsinga, Gruis, & Priemus, 2014). Bij het ontbreken van draagvlak is er sprake van een legitimatiekloof (Prakash Sethi, 1979). De legitimatiekloof tussen de woningcorporatiesector en de Nederlandse maatschappij heeft geleid tot de parlementaire enquête woningcorporaties. De conclusies van de parlementaire enquête commissie waren hard; falende woningcorporatiebestuurders, ontoereikend financieel en volkshuisvestelijk toezicht en een falende politiek. De gevolgen van een legitimatiekloof kunnen zijn dat er juridische en economische sancties opgelegd worden (Morris, 2005). Deze sancties zijn er gekomen in de vorm van de verhuurdersheffing (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b) en maatregelen die zijn opgenomen in de nieuwe woningwet.

De parlementaire enquête woningcorporaties heeft aanbevelingen gedaan over hoe de sector haar legitimiteit kan heroveren. Dit is aan de hand van de algemene normen van goed bestuur gedaan die een directe relatie hebben met de theorieën die zijn gebaseerd op input, throughput en output legitimiteit (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014a).

De normen van goed bestuur zet de parlementaire als volgt uiteen voor de woningcorporatiesector:

- Doeltreffendheid: Levert het woningcorporatiestelsel de producten en diensten die zijn afgesproken?
- Doelmatigheid: Worden de resultaten gehaald tegen de laagst mogelijke kosten en de hoogst mogelijke kwaliteit?
- Controleerbaarheid/transparantie: De voorwaarde om een gefundeerde uitspraak te kunnen doen over doeltreffendheid en doelmatigheid.

Op basis van de nieuwe woningwet zijn de woningcorporaties verplicht om prestatieafspraken te maken met de gemeenten waarin ze actief zijn. Als de prestatieafspraken met de gemeenten in goed overleg tot stand zijn gekomen zijn de afspraken afgestemd op de financiële positie van de woningcorporatie. Aan de hand van de

gemaakte afspraken kan gecontroleerd worden of de woningcorporatie binnen haar financiële mogelijkheden doeltreffend is door de producten en diensten te leveren die zijn afgesproken in de prestatieafspraken. Dit geeft echter geen inzicht of de afspraken gerealiseerd worden tegen de laagst mogelijke kosten en hoogst mogelijke kwaliteit. Van woningcorporaties wordt verwacht dat er bedrijfsmatiger wordt gewerkt en daarmee de doelmatigheid van de sector toeneemt (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014a). Op basis van de Aedes benchmark kan geconcludeerd worden dat er grote verschillen zijn in de bedrijfslasten per verhuureenheid tussen de woningcorporaties. Gedeeltelijk zijn deze verschillen te verklaren omdat woningcorporaties niet hetzelfde bezit hebben maar hieruit kan ook afgeleid worden dat woningcorporaties een andere invulling geven aan het begrip doelmatigheid.

Omdat de financiële positie van woningcorporaties sterk verschilt (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b) is het denkbaar dat woningcorporaties de begrippen doeltreffendheid en doelmatigheid anders vertalen naar investeringsprojecten. Hier kunnen goede argumenten voor zijn maar zonder controleerbare processen en transparantie kan het beeld ontstaan dat de financiële middelen die de sector als geheel ter beschikking heeft, bij investeringsprojecten niet doelmatig worden besteed. Met als risico dat maatschappelijk kapitaal de sector uitstroomt. Kapitaal waarmee de sector als geheel mogelijk doeltreffender zou kunnen zijn in de Nederlandse woningmarkt.

Het aanbrengen van uniformiteit in het besluitvormingsproces rondom investeringsprojecten kan mogelijk bijdragen aan een controleerbaarder proces met als gevolg dat de besluiten die genomen worden doeltreffender en doelmatiger zijn en bijdragen aan het heroveren van de legitimiteit van de sector als geheel.

Om nut en noodzaak van uniformiteit te kunnen bepalen moet eerst inzicht verkregen worden wat de effecten zijn van het ontbreken van uniformiteit. Gaan projecten bij woningcorporatie X niet door maar bij woningcorporatie Y wel? Gaan projecten wel door maar wordt er bij woningcorporatie X naar bezuinigingen gezocht binnen het project en bij woningcorporatie Y niet? In het geval er druk wordt uitgeoefend vanuit gemeente en/of bewoners; wat is hiervan de invloed op de besluitvorming van een woningcorporatie?

Als de effecten inzichtelijk zijn kan onderzocht worden welke oorzaken hieraan ten grondslag liggen. Komt het doordat de sector in transitie is en individuele woningcorporaties de opgelegde maatregelen die voortvloeien uit de nieuwe wet- en regelgeving niet eenduidig implementeren? Komt het doordat de Discounted Cash Flow – methode (DCF-methode) die dominant is in de vastgoedwereld ook door de woningcorporaties wordt gebruikt en deze methode te veel parameters kent die allemaal anders gevuld kunnen worden (Van Gool, Jager, & Weisz, 2001)? Komt het doordat de vermogenskosten per woningcorporatie anders zijn vanwege de grote verschillen in financiële positie (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b)?

Het onderzoeken van effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen staat in dit onderzoek centraal. De door woningcorporaties toegepaste rekenmethoden en financiële afwegingskaders die in dit kader worden onderzocht, zullen mede inzicht geven in het besluitvormingsproces waarmee investeringsbeslissingen in de woningcorporatiesector tot stand komen. De uitkomsten kunnen mogelijk een aanleiding zijn voor het aanbrengen van uniformiteit in het besluitvormingsproces rondom investeringen van woningcorporaties. Het gewenste resultaat is een bijdrage te leveren aan het bevorderen van de transparantie en controleerbaarheid van de sector en het weergeven van aanknopingspunten die investeringsafwegingen doeltreffender en doelmatiger tot stand kunnen laten komen.

1.1 Onderzoeksdoelstelling en onderzoeksvragen

1.1.1 Onderzoeksdoelstelling

Inventariseren welke kwantitatieve methoden en technieken woningcorporaties gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen. Inzichtelijk maken wat de plaats, positie en toepassing is van de kwantitatieve methoden en technieken die woningcorporaties gebruiken bij de onderbouwing van een investeringsbeslissing. Inzichtelijk maken wat de effecten zijn van de toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken op de besluitvorming bij specifieke investeringsprojecten. Analyseren wat de oorzaken zijn van het ontbreken van uniformiteit in de toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken bij het nemen van investeringsbeslissingen. Discussie entameren over nut en noodzaak van uniformiteit bij het nemen van investeringsbeslissingen.

1.1.2 Centrale onderzoeksvraag

Wat zijn de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen bij Nederlandse woningcorporaties?

1.1.3 Deelvragen

- 1) Welke waarderingsgrondslagen gebruiken woningcorporaties voor het beoordelen van investeringsbeslissingen en welke oorzaken liggen hieraan ten grondslag?
- 2) Welke kwantitatieve afwegingskaders gebruiken woningcorporaties voor het beoordelen van investeringsbeslissingen en welke oorzaken liggen hieraan ten grondslag?
- 3) Welke rekenmethoden en bijbehorende parameters gebruiken woningcorporaties voor het beoordelen van investeringsbeslissingen en welke oorzaken liggen hieraan ten grondslag?
- 4) Wordt er daadwerkelijk anders besloten door woningcorporaties over een investeringsproject als er geen uniforme afspraken zijn over waarderingsgrondslagen, rekenmethoden en de kwantitatieve afwegingskaders?

1.1.4 Methodologie

De onderzoeksmethode die gebruikt is voor het bepalen wat de effecten en oorzaken zijn van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen bij woningcorporaties is de multiple case study. De cases zijn de woningcorporaties waar vergelijkend onderzoek wordt uitgevoerd. In dit vergelijk ligt de nadruk op het ontbreken van uniformiteit in de kwantitatieve methoden en technieken die onderdeel zijn van het besluitvormingsproces. Om de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit zichtbaar te maken is gekozen om data te verzamelen op basis van deskresearch, uitgewerkte geüniformeerde projecten, interviews, het doorrekenen van de geüniformeerde projecten gebaseerd op de verzamelde data bij de onderzochte woningcorporaties, een expertsessie en een survey bij de woningcorporaties.

1.2 Maatschappelijke relevantie

Woningcorporaties hebben een maatschappelijke rol in de Nederlandse woningmarkt. Woningcorporaties zijn mogelijk gemaakt door en met maatschappelijk kapitaal. De maatschappij verlangt dat woningcorporaties de beschikbare middelen controleerbaar, doeltreffend en doelmatig besteden. Dit onderzoek levert een bijdrage aan het inzichtelijk maken hoe woningcorporaties rekenen, afwegen en beslissen over vastgoedinvesteringen. Dit draagt bij aan de controleerbaarheid van de sector.

1.3 Wetenschappelijke relevantie

Er is veel literatuur beschikbaar met betrekking tot rekenmethoden voor het bepalen van de waarde van vastgoedinvesteringen. Over hoe afwegingskaders van vastgoedbeslissingen vormgegeven kunnen worden en hoe besluitvorming van investeringen tot stand komt, is ook veel geschreven. Er is zover bekend geen literatuur over hoe verschillend woningcorporaties de beschikbare kennis in de praktijk toepassen, wat de effecten hiervan zijn op de besluitvorming en welke oorzaken hieraan ten grondslag liggen. Met dit onderzoek komt daar verandering in.

2 Theoretische verkenning

De opgave voor de woningcorporatiesector is dat er doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt moet worden om als sector legitimiteit te behouden en te heroveren. Wat betekent dit legitimatievraagstuk voor de woningcorporatiesector?

In paragraaf 2.1 wordt aan de hand van de legitimiteitstheorie en de stakeholdertheorie toegelicht hoe de begrippen doelmatigheid, doeltreffendheid en controleerbaarheid naar aanleiding van de parlementaire enquête woningcorporaties vorm (kunnen) worden gegeven en welke knelpunten en risico's (kunnen) optreden.

Aangezien in dit onderzoek de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen centraal staan, worden in paragraaf 2.2. de waarderingsgrondslagen uiteengezet die gebruikt worden voor het waarderen van vastgoed en specifiek de waardering van vastgoed van woningcorporaties. In ditzelfde kader wordt in paragraaf 2.3. uiteengezet welke rekenmethoden gebruikt worden voor het waarderen van vastgoed.

2.1 Legitimiteitstheorie en stakeholdertheorie

Legitimiteit is noodzakelijk voor de continuïteit van een organisatie (Palazzo & Scherer, 2006). Legitimiteit kan begrepen worden als het conformeren aan sociale normen, waarden en verwachtingen (Oliver, 1991).

Suchman definieert legitimiteit als:

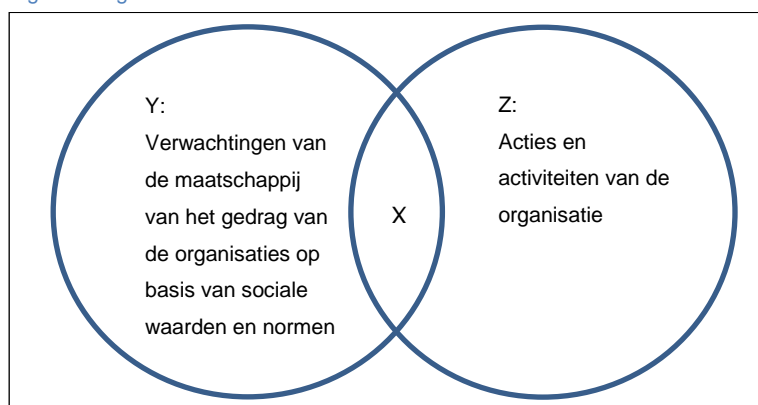
“Legitimacy is a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions”
(Suchman, 1995, p. 574).

Deegan (2002) geeft aan dat elke organisatie een sociaal contract heeft met de maatschappij. Als dit sociale contract geschonden wordt door een organisatie, verliest de organisatie haar legitimiteit en komt daarmee het voortbestaan van de organisatie in gevaar. De afgelopen jaren waren veel bedrijven en organisaties betrokken in conflicten met de maatschappij. Hierdoor wordt de legitimiteit van deze bedrijven en organisaties op de proef gesteld; financiële schandalen, milieuvervuiling, samenwerking met regimes die de bevolking onderdrukken etc. Hierdoor neemt het publieke vertrouwen in de normen en waarden van bedrijven af (Sethi, 2002).

Legitimiteitstheorie is van toepassing op institutioneel en organisatie niveau. Op institutioneel niveau gaat legitimiteitstheorie over de positie van de organisatiestructuren in de maatschappij als geheel (Tilling, 2004). Een voorbeeld hiervan is de positie van de woningcorporatiesector in de Nederlandse maatschappij. Op organisatie niveau gaat legitimiteitstheorie over het proces hoe een organisatie legitimiteit nastreeft door sociaal geaccepteerd gedrag te tonen aan groepen binnen de maatschappij (Tilling, 2004).

Wanneer de maatschappelijke verwachting ten aanzien van het gedrag van een organisatie verschilt van de maatschappelijke perceptie is er sprake van een legitimatiekloof (Prakash Sethi, 1979). In figuur 1 wordt deze theorie visueel uiteengezet. Waarbij het gebied X representeert waar de acties en activiteiten van de organisatie overeenkomen met de verwachtingen van het gedrag van de organisatie gebaseerd op sociale waarden en normen. De gebieden Y en Z laten het ontstaan van de legitimatiekloof zien.

Figuur 1: legitimatiekloof



De activiteiten die organisaties ontplooiën hebben een effect op hoe de maatschappij de organisatie ziet. In diverse onderzoeken is aangetoond dat bedreigingen van de legitimiteit van organisaties gerelateerd zijn aan problemen of specifieke gebeurtenissen die een relatie hebben met een groot maatschappelijk probleem (Blacconiere & Patten, 1994)(Patten, 1992). Met als gevolg dat de problemen en/of gebeurtenissen een katalysator kunnen zijn voor het creëren of vergroten van de legitimatiekloof.

De incidenten bij een aantal woningcorporaties waren de katalysator voor het vergroten van de legitimatiekloof tussen de maatschappij en de sector. De maatschappelijke verontwaardiging was groot, met als hoogtepunt de parlementaire enquête woningcorporaties. Door de incidenten stond de sector op institutioneel niveau ter discussie en is er politiek een momentum gecreëerd om de sector te hervormen.

De gevolgen van een legitimatiekloof kunnen zijn dat er juridische en economische sancties opgelegd worden (Morris, 2005). Deze sancties zijn er gekomen voor de woningcorporatiesector. Juridische sancties in de vorm van de nieuwe woningwet waardoor het werkveld van de woningcorporaties is verkleind en er minder keuzevrijheid is hoe het beleid op woningcorporatieniveau wordt ingevuld. Economische sancties door maatregelen die onderdeel zijn van de woningwet zoals bijvoorbeeld het verplicht stellen van het passend toewijzen van woningen. Daarnaast worden de opbrengsten van woningcorporaties afgeroomd door de invoering van de verhuurdersheffing. Voor nadere toelichting van de sancties zie paragraaf 3.2.

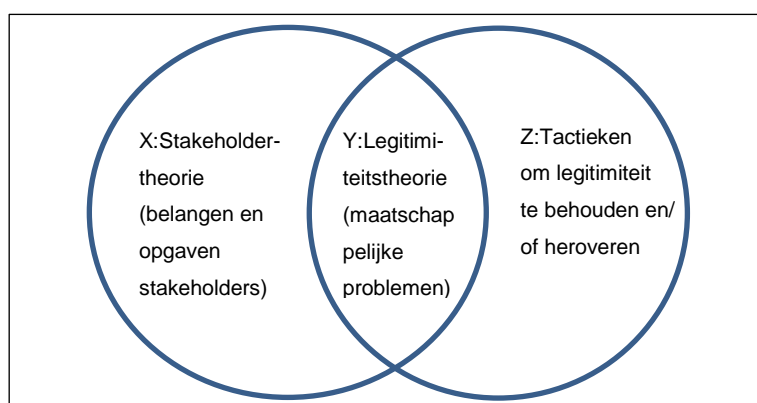
Ashforth & Gibbs (1990) zetten uiteen dat organisaties legitimiteit nastreven door een diversiteit aan substantiële en symbolische praktijken. Zij stellen ook dat legitimiteit een sociaal oordeel is van derden. Waardoor het risico ontstaat dat organisaties die te veel benadrukken dat de activiteiten die ontplooid worden legitiem zijn ontvangen kunnen worden als manipulatief wat juist de legitimiteit niet ten goede komt.

Shocker & Sethi (1973) stellen net als Deegan (2002) dat elke organisatie expliciet of impliciet een sociaal contract heeft met de maatschappij. Waarbij het voortbestaan van de organisatie gebaseerd is op het leveren van sociaal wenselijke uitkomsten in zijn algemeenheid en daarnaast op de verdeling van economische, sociale of politieke voordelen voor groepen waaraan de organisatie zijn bestaansrecht ontleent.

Om legitimiteit te kunnen managen moet geïdentificeerd worden aan welke groepen/stakeholders de organisatie zijn bestaansrecht ontleent. Nasi, Nasi, Phillips, & Zyglidopoulos (1997) hebben geconstateerd dat de stakeholdertheorie en legitimiteitstheorie aan elkaar gekoppeld zijn. Organisaties reageren op de sterkste stakeholders; wanneer stakeholders macht uitoefenen op de organisatie kan dit tot gevolg hebben dat de organisatie keuzes maakt die de legitimiteit van de organisatie aantasten met als gevolg een legitimiteit kloof. Vervolgens moet de organisatie tactieken bedenken om de legitimatiekloof te dichten.

In figuur 2 wordt deze theorie visueel uiteengezet. Waarbij het gebied X de belangen en opgaven van alle stakeholders weergeeft. Gebied Y representeert alle (maatschappelijke) problemen die relevant zijn voor de legitimiteit van de organisatie. Gebied Z geeft de tactieken weer die de organisatie bedenkt om legitiem te blijven in de ogen van de maatschappij.

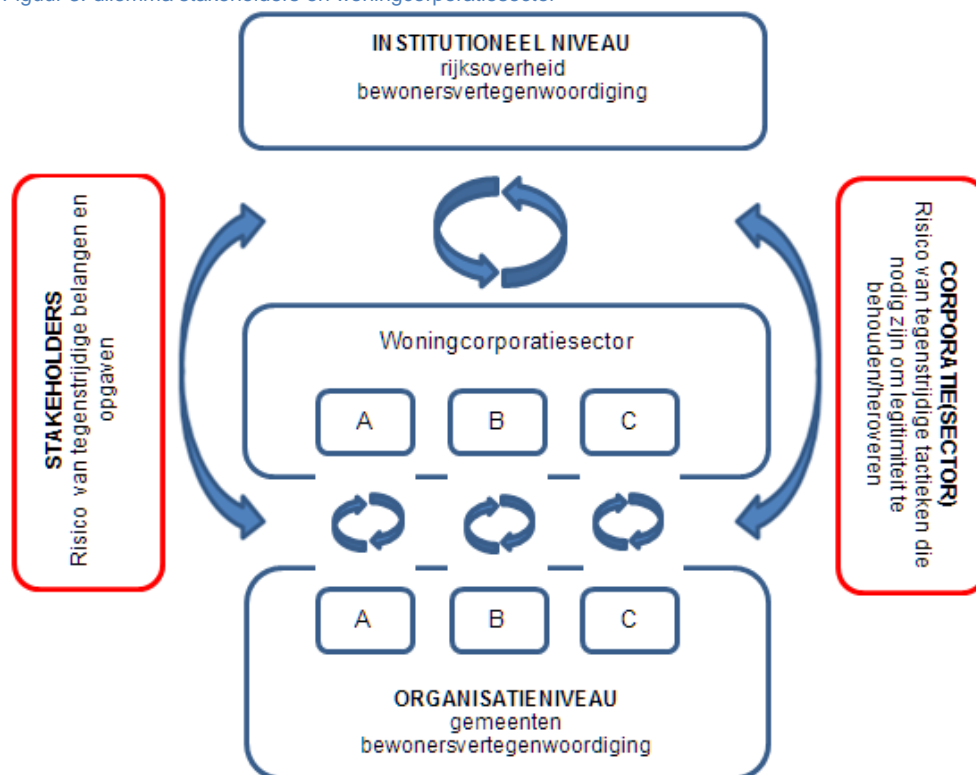
Figuur 2: stakeholdertheorie & legitimiteitstheorie



De woningcorporatiesector heeft sterke stakeholders op institutioneel niveau (o.a. rijksoverheid en landelijke bewonersvertegenwoordiging) en sterke stakeholders op organisatie niveau (o.a. gemeenten en lokale bewonersvertegenwoordiging). Waarbij de stakeholders op institutioneel niveau andere belangen en opgaven hebben en ervaren dan de stakeholders op lokaal niveau. De tactieken die de woningcorporatiesector toepast om haar legitimiteit te behouden en te heroveren op institutioneel niveau kunnen daardoor tegenstrijdig zijn met de tactieken die individuele woningcorporaties toepassen op organisatie niveau.

Figuur 3 geeft dit dilemma weer.

Figuur 3: dilemma stakeholders en woningcorporatiesector



Legitimiteit kan verworven worden door input-, output- en throughputlegitimiteit (Bekkers, 2007). De normen van goed bestuur die de parlementaire enquête commissie aandraagt zijn gebaseerd op input-, output- en throughputlegitimiteit (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014b).

Input legitimiteit gaat uit van het achterliggende idee 'bestuur' door het volk. Besluiten zijn legitiem als ze overeenkomen met wat de burgers willen. De basis van input legitimiteit is participatie en consensus en dat er rekening gehouden wordt met minderheden (Scharpf, 1999).

Outputlegitimiteit heeft betrekking op de doeltreffendheid en doelmatigheid van een organisatie (Mügge, 2011). Palazzo & Scherer (2006) stellen dat organisaties te veel zijn gefocust op een output en kracht gedreven beredeneerde vorm van legitimiteit waar persoonlijk belang voorop staat. Het streven zou echter moeten zijn: een vorm van input geredeneerde en morele legitimiteit die niet gebaseerd is op persoonlijk belang.

Throughputlegitimiteit stelt de kwaliteit van de regels en procedures voorop waarbinnen besluiten worden genomen waarbij transparantie en controleerbaarheid van belang is (Lodge, 1994).

2.2 Waarderingsgrondslagen

De afgelopen decennia heeft het waarden van onroerend goed in Nederland een transitie doorgemaakt. De meeste beleggers in onroerend goed zijn overgestapt van het waarden tegen historische kosten naar het waarden tegen beleggingswaarde en/of marktwaarde (Van Gool et al., 2001).

De historische kostprijs is “de aanschafwaarde minus de afschrijvingen” (Van Gool et al., 2001). De beleggingswaarde is de waarde “...die de (aspirant-)eigenaar/belegger zélf toekent aan het activum op basis van beleidsafhankelijke, subjectief, bepaalde determinanten, zoals een rendementseis” (Van Gool et al., 2001).

Voor de marktwaarde hanteert het International Assets Valuation Standards Committee (IVSC) de definitie: “Marktwaarde is het geschatte bedrag waarvoor een activum op de taxatiedatum na passende marketing door een vrijwillige verkoper zou kunnen worden verkocht aan een willige koper door middel van een zakelijke transactie waarbij de bij de transactie betrokken partijen goed geïnformeerd zijn en zorgvuldig en zonder dwang handelen”.

Tot de invoering van de nieuwe woningwet waren woningcorporaties verplicht het bezit in de jaarrekening te waarden tegen historische kostprijs, bedrijfswaarde of marktwaarde (Deloitte, 2014).

Bij waardering tegen de historische kostprijs wordt gedurende de levensduur afgeschreven tot de restwaarde is bereikt. Deze manier van afwegen geeft geen inzicht in de verdien capaciteit van de woningcorporatie en is ongeschikt om te gebruiken voor Asset management beslissingen (Gruis, 2005).

In dit onderzoek wordt een expliciet onderscheid gemaakt tussen bedrijfswaarde en beleidswaarde. De bedrijfswaarde en beleidswaarde geven allebei een waarde weer op basis van eigen beleid. De bedrijfswaarde die op de jaarrekening wordt gepresenteerd en (nog) goedgekeurd wordt door de accountants is gedeeltelijk gestandaardiseerd door de toezichthouders, onder andere door een gestandaardiseerde disconteringsvoet (Deloitte, 2014). De beleidswaarde daarentegen komt volledig tot stand op basis van de waarde die de woningcorporatie zelf toekent aan het activum. Dit betekent dat de beleidswaarde een soortgelijke waarde is als de beleggingswaarde die marktpartijen hanteren maar dan vanuit een maatschappelijk perspectief.

De nieuwe woningwet stelt vanaf 2016 het waarden tegen marktwaarde in de jaarrekening verplicht. Hier is onder andere voor gekozen omdat het waarden tegen marktwaarde de reële waarde van het bezit weergeeft; het is daardoor mogelijk om woningcorporaties financieel met elkaar te vergelijken zonder dat er sprake is van een vergelijking tussen appels en peren. Vergelijken op basis van historische kostprijs is niet mogelijk omdat de waardering afhangt van de leeftijd van het bezit dat per woningcorporatie verschilt. Vergelijken op basis van de bedrijfswaarde (en overigens ook beleidswaarde) is niet mogelijk omdat er woningcorporatie specifiek beleid wordt verwerkt in de waardering.

In de publicatie Waarderingsgrondslagen (Aedes, 2014) zijn de voor- en nadelen van de waarderingsgrondslagen historische kostprijs, bedrijfswaarde en marktwaarde uiteengezet die woningcorporaties nog mogen gebruiken in de jaarrekening van 2015. In bijlage I wordt de samenvatting van dit onderzoek gepresenteerd.

De beleidswaarde en de marktwaarde komen tot stand op basis van kasstromen. Het verschil tussen deze kasstromen is het economisch offer dat een woningcorporatie accepteert om haar maatschappelijke taak uit te voeren (Gruis, 2003). Dit economisch offer kan gepresenteerd worden in euro's maar ook als rendementspercentage dat niet gerealiseerd wordt door de woningcorporatie vanuit haar maatschappelijke taak.

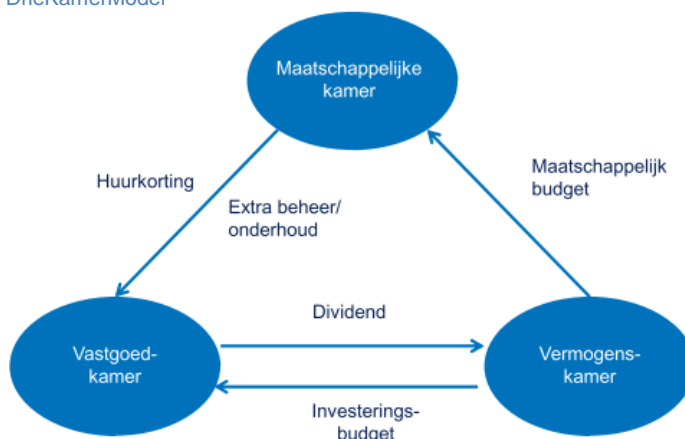
Conijn (2011) stelt echter dat een gedeelte van dit economisch offer niet maatschappelijk te verantwoorden is maar dat een gedeelte het gevolg is van inefficiëntie bij woningcorporaties. Gruis (2003) stelt dat de begrippen economisch offer en maatschappelijk rendement niet gelijk aan elkaar zijn. Het gelijkstellen van het economisch offer aan het maatschappelijk rendement kan zelfs leiden tot inefficiëntie.

“Het uitdrukken van de maatschappelijke prestaties in een rendementspercentage kan zelfs misleidend zijn en tot inefficiënt gedrag leiden. Want als 1% minder financieel rendement gelijk wordt gesteld aan 1% meer maatschappelijk rendement (en beide equivalent worden geacht), worden woningcorporaties niet echt aangestuurd tot economisch efficiënt gedrag. Het beschouwen van dit maatschappelijk ‘rendement’ als dividenduitkering aan de huurders is zo mogelijk nog gevaarlijker. Dit zou ertoe kunnen leiden dat een kleine groep huidige huurders (bij rijke corporaties) in de watten wordt gelegd, terwijl een grote groep huidige huurders (bij arme) corporaties niet goed kan worden bediend. Het is dan ook goed om consequent te spreken van economisch offer en duidelijk te maken dat maatschappelijk rendement hooguit via andere prestatie-indicatoren kan worden gemeten.” (Gruis, 2003, p. 14)

Om de verhouding zichtbaar te maken tussen maatschappelijke doelen, een efficiënt vastgoedbeheer en financiële continuïteit is het DrieKamerModel ontwikkeld door Ortec Finance (Conijn & Claessens, 2013). Het verschil tussen de marktconforme kasstromen en de kasstromen op basis van het beleid van de woningcorporatie resulteert in een economisch offer waar maatschappelijk budget voor moet worden gereserveerd in de maatschappelijke kamer.

“Het DrieKamerModel is een integraal, strategisch sturingsconcept voor een corporatie. Het is een antwoord in de al langlopende discussie over het sturingskader voor corporaties. Het gaat hierbij in de eerste plaats om effectiviteit, efficiëntie en financiële continuïteit. Dit zijn de drie belangrijke basisprincipes die in een integraal sturingskader tot hun recht dienen te komen. In het DrieKamerModel gebeurt dit door elk principe in een afzonderlijke kamer onder te brengen en vervolgens de onderlinge samenhang en interactie tot hun recht te laten komen. Het gaat om de Maatschappelijke kamer, de Vastgoedkamer en de Vermogenskamer. De drie kamers maken onderdeel uit van de corporatie (de toegelaten instelling) en zijn op strategisch niveau onderling met elkaar verbonden. Het DrieKamerModel levert een belangrijke bijdrage aan de transparantie en de legitimiteit van de corporatie.” (Conijn & Claessens, 2013, p. 4)

Figuur 4: DrieKamerModel



Een groot aantal woningcorporaties maakt gebruik van het DrieKamerModel. De mate waarin verschilt per woningcorporatie. De Kopgroep Maatschappelijke Kamer (2015) heeft onderzoek uitgevoerd naar de opbouw van het budget in de maatschappelijke kamer. Daarnaast is per onderdeel (onder andere huuropbrengsten, onderhoud en beheerlasten) van het maatschappelijk budget inzicht geboden in de veronderstellingen met betrekking tot eventueel inefficiënt werken door woningcorporaties ten opzichte van marktpartijen. Op basis van het onderzoek van de Kopgroep Maatschappelijke Kamer (2015) kan geconcludeerd worden dat er op onderdelen consensus is dat er sprake is van inefficiëntie maar dat dit vraagstuk complex is en inefficiëntie zich niet eenvoudig en eenduidig laat kwantificeren.

Ten behoeve van de benadering van dit complexe vraagstuk lijkt het daarom van belang de discussie te kanaliseren over het economisch offer en de verhouding tussen enerzijds het deel dat toe te schrijven is aan inefficiëntie en anderzijds aan de maatschappelijke taak van de woningcorporatie.

Ten aanzien van dit laatste constateert Van Os (2014) echter dat er veel scepsis is om maatschappelijk rendement, met als een van de componenten welvaartseffecten, in geld of een percentage uit te drukken. Met name omdat een causaal verband tussen de maatregel en het effect van de maatregel moeilijk te voorspellen is. Er is wel een aantal methodieken die welvaartseffecten proberen te kwantificeren. Deze vinden momenteel ook toepassing in de woningcorporatiesector waaronder de Maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA) en de verwante methodiek Social Return On Investment (SROI).

2.3 Rekenmethoden

Bedrijven gebruiken een combinatie aan mogelijkheden voor het bepalen van de economische waarde. Sommige methoden zijn formeel, bestaand uit een theorie en een model. Anderen zijn informeel en komen ad hoc tot stand op een bierviltje. Methoden die soms gepersonaliseerd zijn naar stijl en smaak van de besluitvormer of geïnstitutionaliseerd in een systeem met procedures en handleidingen (Luehrman, 1997).

De meest gebruikte investeringsanalysemethoden in de professionele vastgoedwereld zijn de Bruto Aanvangs Rendement (BAR) methode, de Netto Aanvangs Rendement (NAR) methode en de Discounted Cashflow Methode (DCF) (Van Gool et al., 2001). De DCF-methode is de meest gewaardeerde methode voor professionele vastgoedbeleggers (Damodaran, 2002). Het grote nadeel van de BAR- en NAR-methode is dat het een moment opname is; er wordt geen rekening gehouden dat de waarde van elke belegging in de toekomst ligt (Van Gool et al., 2001).

Hieronder de voor- en nadelen van DCF-methode uiteengezet aan de hand van het boek Onroerend goed als belegging (Van Gool et al., 2001) aangevuld met andere bronnen:

Voordelen van de DCF-methode:

- 1) Houdt er rekening mee dat de waarde van elke belegging in de toekomst ligt.
- 2) Bij incourant onroerend goed toepasbaar.
- 3) Sterk variërende stromen van inkomsten en kosten en bijzondere huurcontracten kunnen meegenomen worden.
- 4) Waarde is gebaseerd op de te verwachten toekomstige netto-inkomensstroom. De met deze methode berekende waarde geeft een betere weergave van de toekomstige opbrengsten dan de BAR-methode die meer uitgaat van impliciete veronderstellingen.
- 5) Geeft een goed inzicht in het verloop van de opbrengsten en kosten in de tijd en de methode sluit aan op de cashflow prognoses. Hierdoor is een directe koppeling mogelijk met het interne beleid van de belegger, bijvoorbeeld ten aanzien van het onderhoud.
- 6) Risico's kunnen worden gekwantificeerd, het aflopen van een huurcontract over 10 jaar kan tot uitdrukking worden gebracht.
- 7) Minder gevoelig voor marktsentimenten. Dit draagt bij aan een relatief stabiel verloop van de totale beleggingsresultaten.
- 8) De waarde kan goed zelf berekend worden door de belegger.
- 9) Uitpandscenario's (bij mutatie de woning verkopen in plaats van verhuren) kunnen meegenomen worden.

Nadelen:

- 1) Er zijn veel verschillende manieren om de disconteringsvoet te bepalen. De meest voorkomende methoden zijn het Capital Asset Pricing Model, Historische opbrengsten, Multifactor models, Backed out from dividendgrowth model, bepaald door investeerders of door regelgevers (Brounen & Jong, 2004).
- 2) Het schatten van de Cashflows op de langere termijn. Elke vorm van waarden is een versimpelde versie van de werkelijkheid. De tijd en kosten die noodzakelijk zijn om alle kasstromen tot in detail in te vullen is onrealistisch en de precisie wordt verdund door de tijd heen. Versimpeling is noodzakelijk, de vraag is alleen tot welk niveau (Damodaran, 2002). Er is geen bewijs dat vastgoed waardeerders goed zijn in het voorspellen van de toekomst (Crosby, French, & Oughton, 2000)
- 3) De uitgaven voor groot onderhoud; soms worden de kosten expliciet gemaakt maar vaak ook versleuteld in een vast jaarlijks onderhoudsbedrag.
- 4) Het gevaar bestaat dat kosten dubbel worden meegenomen.
- 5) De schatting van de eindwaarde is uiterst lastig.
- 6) De exploitatieduur die gehanteerd wordt kan verschillen

3 Onderzoek context: Woningcorporatiesector

3.1 Woningcorporatiesector in vogelvlucht

De woningcorporatiesector is in transitie. Er moet doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt worden door woningcorporaties om als sector legitimiteit te behouden en te heroveren. Wat is er vooraf gegaan aan dit legitimatievraagstuk van de woningcorporatiesector? De woningcorporatiesector kent een lange geschiedenis in Nederland. Om deze geschiedenis en de context waarin woningcorporaties opereren te schetsen, wordt hieronder allereerst de ontwikkeling van de sector kort samengevat aan de hand van het boek Het bewoonbare land (Beekers, 2012) aangevuld met diverse bronnen.

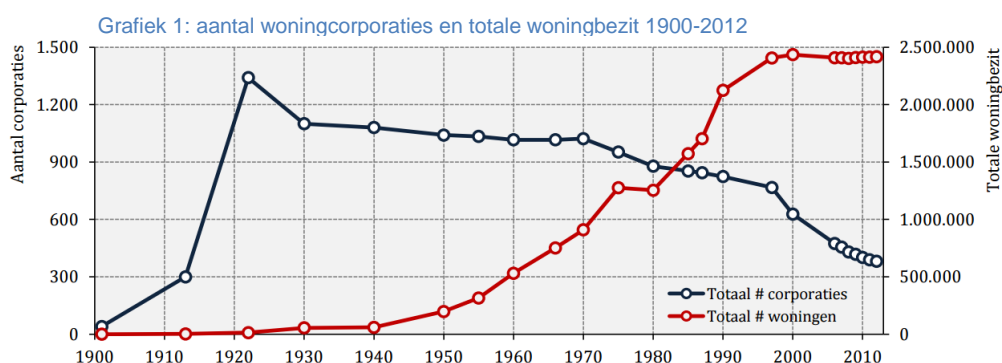
Geschiedenis

De eerste woningcorporatie is in 1851 opgericht. Tot de invoering van de woningwet in 1901 waren het volledig particuliere initiatieven. Het doel van de woningwet was om de kwaliteit van wonen te verbeteren. Veel mensen leefden in krotten en woningen die een negatief effect hadden op de volksgezondheid. Een probleem waarvan de politiek constateerde dat de markt het niet op zou lossen. Door de woningwet konden woningcorporaties financiële steun krijgen van de rijksoverheid en werd de sector gereguleerd. Om voor financiële steun in aanmerking te komen moest een woningcorporatie werkzaam zijn in het belang van de verbetering van de volkshuisvesting.

Na de invoering van de woningwet groeide het aantal woningcorporaties gestaag maar bleven het relatief kleine initiatieven. Na de Tweede Wereldoorlog werden de woningcorporaties

ingezet om de woningnood op te lossen. Het werden de uitvoerders van de rijksoverheid. De woningvoorraad maakte nu een gestage groei door. De schulden van de woningcorporaties bij de rijksoverheid namen toe. Net als de hoogte van de exploitatiesubsidies die het rijk verstrekke voor het sluitend maken van de begrotingen van de woningcorporaties. In de jaren tachtig was de kwantitatieve woningnood voorbij en zorgde de crises in deze jaren dat er door de overheid bezuinigd moest worden. Er ontstond draagvlak om de sector te verzelfstandigen, de woningmarkt werd vraag gestuurd en de corrigerende werking van de markt zou meer ruimte moeten krijgen. Uiteindelijk werd de juridische verzelfstandiging van de sector in 1993 een feit door de invoering van het Besluit Beheer Sociale Huisvesting (BBSH). In het BBSH zijn vier prestatievelden opgenomen waarop de sector moet presteren en zich op moet richten: kwetsbare groepen op de woningmarkt, het woningbezit kwalitatief op peil houden, financieel gezond blijven en huurders betrekken bij het beleid en beheer. De focus op kwetsbare groepen in de woningmarkt was een koerswijziging ten opzichte van volkshuisvesting uit de woningwet, waarbij sociale woningbouw bestemd was voor brede lagen uit de bevolking.

Na de juridische verzelfstandiging in 1993 is de sector in 1995 ook financieel verzelfstandigd. De waarde van de nog te ontvangen exploitatiesubsidies en de openstaande leningen bij het rijk werden tegen elkaar weggestreept. Door deze zogenoemde 'bruterings' zijn de woningcorporaties revolving funds geworden. Voortaan moesten de woningcorporaties alle financiering aantrekken op de kapitaalmarkt en werd het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) dat in 1983 is opgericht een belangrijke speler. Door middel van borging maakt het WSW het mogelijk om tegen optimale voorwaarden financiering aan te trekken voor de woningcorporatie. De borgstelling van het WSW is ingebed in een zekerheidsstructuur waar alle woningcorporaties onderdeel van



uitmaken. Als een woningcorporatie in de financiële problemen komt staan de andere woningcorporaties garant voor de geborgde leningen van de woningcorporaties met de staat als achtervang. Hierdoor krijgen de geborgde leningen dezelfde kredietstatus als de Nederlandse staat (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014a). Wanneer een woningcorporatie in de financiële problemen komt heeft het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) dat in 1988 is opgericht, de taak om de sanering uit te voeren en te bepalen hoeveel de andere woningcorporaties moeten bijdragen voor de sanering op basis van de zekerheidsstructuur van het WSW. Naast de saneringstaak voert sinds 1998 het CFV ook het financiële toezicht uit voor de verantwoordelijke minister (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014a).

Na de verzelfstandiging veranderde er veel in de sector. Vanuit marktdenken fuseerden veel woningcorporaties om efficiënter te worden en slagkracht te vergroten omdat er geen directe financiële steun meer was vanuit de overheid. Bestuurders van woningcorporaties gebruikten de ruime kaders binnen het BBSH voor het invullen van de prestatievelden. Terugkijkend vanuit 2015 weten we dat de verzelfstandiging niet heeft gebracht wat de bedenkers er in de jaren tachtig van hadden verwacht. De prestatievelden zijn dusdanig ingevuld door de bestuurders, de toezichthouders en de politiek dat er in 2014 een parlementaire enquête gehouden is om incidenten te onderzoeken en de werking van de sector tegen het licht te houden.

Kerngegevens sector

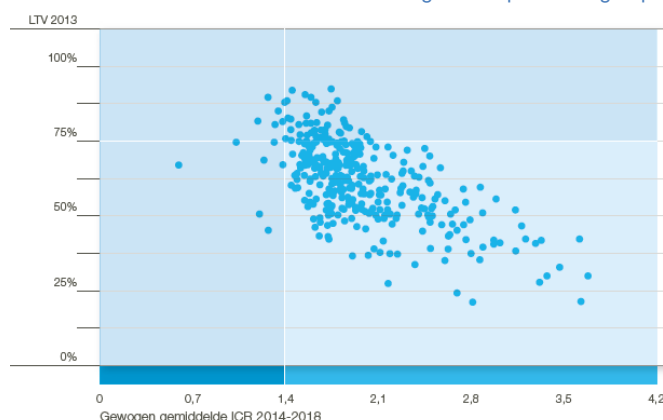
In 2015 worden 2,4 miljoen woningen beheerd door woningcorporaties. Eén op de drie huishoudens woont in een woningcorporatiewoning (Aedes, 2015). Eind 2013 was de WOZ waarde van de woningvoorraad van woningcorporaties afgerond 327 miljard euro en zag de balans van de sector op bedrijfswaarde er als volgt uit (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014b):

Tabel 1: balans woningcorporatiesector

Activa		Passiva	
Materiële vaste activa	132.194	Eigen vermogen	45.256
Financiële vaste activa	4.050	Voorzieningen	2.585
Vlottende activa	6.529	Langlopende schulden	86.491
		Kortlopende schulden	8.441
TOTAAL ACTIVA	142.773	TOTAAL PASSIVA	142.773

In onderstaand grafiek is de Loan to Value (LTV) en de Interest Coverage Ratio van de woningcorporaties uiteengezet (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b). Geconcludeerd kan worden dat de financiële positie van woningcorporaties sterk verschilt.

Grafiek 2: Loan to Value en Interest Coverage Ratio per woningcorporatie



Aangezien deze financiële positie van woningcorporaties sterk verschilt is het denkbaar dat woningcorporaties de begrippen doeltreffendheid en doelmatigheid anders vertalen naar investeringsprojecten. Hier kunnen goede argumenten voor zijn maar zonder controleerbare processen en transparantie kan het beeld ontstaan dat de financiële middelen die de sector als geheel ter beschikking heeft, bij investeringsprojecten niet doelmatig worden besteed. Met als risico dat maatschappelijk kapitaal de sector uitstroomt. Kapitaal waarmee de sector als geheel mogelijk doeltreffender zou kunnen zijn in de Nederlandse woningmarkt.

Het ontbreken van controleerbare processen en transparantie brengt niet alleen het risico met zich mee dat niet inzichtelijk is of de besluiten die genomen worden doeltreffend en doelmatig zijn, maar komt daarmee ook de herovering van de legitimiteit van de sector als geheel niet ten goede.

Benaderd vanuit de legitimiteitstheorie op institutioneel niveau, vindt de herovering van deze legitimiteit zijn weerslag in de positie van de woningcorporatiesector in de Nederlandse maatschappij. Op organisatie niveau betreft legitimiteitstheorie in dit geval het proces hoe een organisatie legitimiteit nastreeft door sociaal geaccepteerd gedrag te tonen aan groepen binnen de maatschappij (Tilling, 2004).

Wanneer de maatschappelijke verwachting ten aanzien van het gedrag van een organisatie verschilt van de maatschappelijke perceptie is er sprake van een legitimatiekloof (Prakash Sethi, 1979). Deze legitimatiekloof komt tot uitdrukking binnen de woningcorporatiesector aangezien acties en activiteiten van de organisatie niet overeenkomen met de verwachtingen van de maatschappij inzake het gedrag van de organisatie op basis van de sociale waarden en normen.

Volgens de parlementaire enquête commissie is het de woningcorporatiesector namelijk niet gelukt om haar maatschappelijke rol op een breed gedragen wijze en zonder incidenten in te vullen. Het maatschappelijk draagvlak lijkt te zijn weggezakt. Bij het ontbreken van draagvlak is er sprake van een legitimatiekloof (Prakash Sethi, 1979). De gevolgen van een legitimatiekloof kunnen zijn dat er juridische en economische sancties opgelegd worden (Morris, 2005). Deze sancties zijn er met betrekking tot de woningcorporatiesector gekomen in de vorm van de verhuurdersheffing (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b) en maatregelen die zijn opgenomen in de nieuwe woningwet. De invloed van onder andere deze factoren wordt in de volgende paragraaf (paragraaf 3.2) toegelicht.

Voordat wordt overgegaan naar de uitwerking van deze gevolgen van de legitimatiekloof, is tot slot in het kader van de context waarin woningcorporaties opereren en voor het legitimatievraagstuk van de woningcorporatiesector het volgende van belang. Om legitimiteit te kunnen managen moet geïdentificeerd worden aan welke groepen/stakeholders de woningcorporatie zijn bestaansrecht ontleent.

Nasi, Nasi, Phillips, & Zyglidopoulos (1997) hebben namelijk geconstateerd dat de stakeholdertheorie en legitimiteitstheorie aan elkaar gekoppeld zijn. Organisaties reageren op de sterkste stakeholders; wanneer stakeholders macht uitoefenen op de organisatie kan dit tot gevolg hebben dat de organisatie keuzes maakt die de legitimiteit van de organisatie aantasten met als gevolg een legitimiteit kloof. Vervolgens is de opgave van de organisatie tactieken te bedenken om de legitimatiekloof te dichten en legitiem te blijven in de ogen van de maatschappij. Complicerende factor in het geval van de woningcorporatiesector is dat er sterke stakeholders op institutioneel niveau en organisatie niveau bestaan waarbij de stakeholders op institutioneel niveau andere belangen en opgaven hebben en ervaren dan de stakeholders op lokaal niveau. De tactieken die de

woningcorporatiesector toepast om haar legitimiteit te behouden en te heroveren op institutioneel niveau kunnen daardoor tegenstrijdig zijn met de tactieken die individuele woningcorporaties toepassen op organisatie niveau.

Legitimiteit kan verworven worden door input-, output- en throughputlegitimiteit (Bekkers, 2007). Ook de normen van goed bestuur die de parlementaire enquête commissie aandraagt zijn hierop gebaseerd (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014b). Aan input-, output- en throughputlegitimiteit liggen respectievelijk de volgende principes ten grondslag: participatie en consensus vanuit de maatschappij/ burgers, doeltreffendheid en doelmatigheid van een organisatie en tot slot de kwaliteit van de regels en procedures waarbinnen besluiten worden genomen waarbij transparantie en controleerbaarheid van belang is.

3.2 Oorzaken beperkte investeringscapaciteit woningcorporaties

Zoals in de vorige paragraaf uiteengezet kunnen de gevolgen van een legitimatiekloof zijn dat er juridische en economische sancties opgelegd worden (Morris, 2005). Deze sancties zijn er met betrekking tot de woningcorporatiesector onder andere gekomen in de vorm van de herziening van de woningwet en de verhuurdersheffing. Daarnaast zijn ook de aangescherpte en bijgestelde financieringseisen, saneringsheffing en de marktomstandigheden factoren die van grote invloed zijn op de investeringscapaciteit en investeringsbeslissingen van woningcorporaties. De invloed van deze factoren wordt hieronder toegelicht en is bovendien zichtbaar in de gerealiseerde investeringen van woningcorporaties tussen 2009 en 2013 (zie tabel 2).

Tabel 2: type investeringen woningcorporaties 2009-2013, bedragen x milj. Bron: CFV

	2009	2010	2011	2012	2013
Nieuwbouw huur	5.320	5.205	5.150	4.490	4.837
Nieuwbouw koop	1.960	1.651	1.238	1.112	545
Leefbaarheid	305	296	285	243	273
Energiemaatregelen	0	0	121	126	137
Woningverbetering	1.563	1.403	1.431	1.241	1.215
Overige investeringen	1.091	868	1.023	0	0
Totaal (verschillen door afronding)	10.239	9.423	9.250	7.212	7.009

1). De **herziening van de woningwet** die 17 maart 2015 instemming heeft verkregen in de Eerste Kamer stelt duidelijke kaders wat een woningcorporatie wel en niet mag doen met een primaire focus op de Diensten van Algemeen Economisch Belang (DAEB): het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen van bepaald maatschappelijk vastgoed en het uitvoeren van beperkte leefbaarheidstaken. Onder sociale huurwoningen wordt verstaan een woning die bij aanvang van het huurcontract een huurprijs heeft onder de liberalisatiegrens. In 2015 is deze grens gesteld op 710 euro; als de aanvangshuur hoger is heeft een huurder geen recht op huurtoeslag. In de herziende woningwet is opgenomen dat de woningcorporaties op basis van deze grens het woningbezit juridisch of administratief moeten scheiden in een DAEB, of niet-DAEB tak. Aan de niet-DAEB tak worden marktconforme rendementseisen gesteld. De DAEB tak moet bij een administratieve scheiding aan de niet-DAEB tak een interne lening en/of kapitaal verstrekken ter financiering van de bezittingen in de niet-DAEB tak. Dit moet voor de DAEB en niet-DAEB tak een levensvatbare uitgangspositie opleveren (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2015).

Bij twijfel of een complex bijdraagt aan levensvatbaarheid van de niet-DAEB tak zal waarschijnlijk gekozen worden om een complex in de DAEB tak te houden. Het gevolg hiervan is dat de verwachte huurinkomsten van woningcorporaties dalen omdat meer woningen verhuurd gaan worden tegen een prijs van maximaal 710 euro. Naast het aan banden leggen van de niet-DAEB activiteiten moeten woningen op basis van de herziende woningwet binnen de DAEB tak 'passend' toegewezen worden. Door een motie, aangenomen in de tweede kamer op 24 maart 2015, is de invoering van deze maatregel vervroegd van 2018 naar 2016. Het 'passend' toewijzen houdt in dat tenminste 95 procent van de huishoudens met recht op huurtoeslag die een woning zoeken een woning moet worden toegewezen met een huur onder de aftoppingsgrens. In 2015 is dat een huur van 576 euro bij een- en tweepersoonshuishoudens of 618 euro bij drie- of meer persoonshuishoudens. Het merendeel van de woningcorporaties heeft in de meerjarenplanningen nog geen rekening gehouden met deze maatregel (Aedes).

2). De **verhuurdersheffing** die vastgesteld is in de Wet maatregelen woningmarkt 2014 roemt een aanzienlijk deel van de huuropbrengsten af. Gestaa loopt de verhuurdersheffing per jaar op van 50 miljoen in 2013 naar 1,7 miljard in 2018 (Waarborgfonds Sociale Woningbouw, 2014b).

3). Door de **aangescherpte en bijgestelde financieringseisen** van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) zal het aantrekken van vreemd vermogen voor woningcorporaties duurder worden. In het verleden kwam het geregeld voor dat geborgde leningen gebruikt werden voor activiteiten zonder focus op DAEB (Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties, 2014a). Niet-DAEB activiteiten moeten financiering aantrekken zonder borging van het WSW en daardoor onder minder aantrekkelijke voorwaarden. Het CFV heeft de effecten van deze maatregel verkend en concludeert dat 6,5% van het huidige woningcorporatiebezit niet-DAEB bezit is, terwijl slechts 1% van het totale bezit ongeborgd gefinancierd is (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2015).

4). De **saneringsheffing** is door de Vestia affaire substantieel geworden. Het maximum percentage aan saneringsheffing is met instemming van de minister in 2012 verhoogd van 1% naar 5 % van de jaarhuuropbrengst van alle woningcorporaties. In 2013 is er 4% (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2012) en in 2014 is er 3,5% (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2014a) van de jaarhuuropbrengst aan saneringsheffing geïnd. In totaal gaat het om een bedrag van circa 968 miljoen euro.

5). Als gevolg van de **marktomstandigheden**, onder andere beïnvloed door de economische crisis die tot uiting is gekomen in 2008, is de leegwaarde van woningen bijna 20% gedaald en werden er minder woningen verkocht. Woningcorporaties hebben hierdoor de prognoses van het aantal verkopen en de verkoopopbrengsten bij moeten stellen (WSW, 2013).

4 Multiple case study

Om de effecten en oorzaken te bepalen van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen bij Nederlandse woningcorporaties is een multidisciplinaire aanpak nodig. De basis van het onderzoek is een vergelijkend onderzoek tussen woningcorporaties. In dit vergelijk ligt de nadruk op het ontbreken van uniformiteit in de kwantitatieve methoden en technieken die onderdeel zijn van het besluitvormingsproces. Om de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit zichtbaar te maken is gekozen om data te verzamelen op basis van deskresearch, uitgewerkte geüniformeerde projecten, interviews, het doorrekenen van de geüniformeerde projecten op basis van de verzamelde data bij de woningcorporaties, een expertsessie en een survey bij de woningcorporaties.

De onderzoeksmethode die aansluit op het onderzoeken van een fenomeen bij verschillende cases en het gebruiken van verschillende onderzoekstechnieken is de multiple case study (Voss, Tsiriktsis, & Frohlich, 2002).

“A case study is a history of a past or current phenomenon, drawn from multiple sources of evidence. It can include data from direct observation and systematic interviewing as well as from public and private archives. In fact, any fact relevant to the stream of events describing the phenomenon is a potential datum in a case study, since context is important.” (Leonard-Barton, 1990, p. 250)

De multiple case study is uitgevoerd bij vijf woningcorporaties. De vijf woningcorporaties zijn: Corporatie A, Corporatie B, Corporatie C, Corporatie D en Corporatie E. De woningcorporaties worden nader omschreven in paragraaf 4.1.

De opbouw van het onderzoek:

Om te beginnen is er deskresearch uitgevoerd naar welke kwantitatieve methoden en technieken woningcorporaties gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen. De inventarisatie heeft plaatsgevonden door het bij de woningcorporaties opvragen van documentatie, rekenmodellen en andere beschikbare en relevante informatie met betrekking tot het besluitvormingsproces bij investeringsprojecten. Door de ontvangen data is inzicht verkregen in de plaats, positie en toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken bij de onderbouwing van een investeringsbeslissing en inzicht in de effecten en oorzaken van het ontbreken van uniformiteit.

Daarnaast zijn er vier (fictieve) geüniformeerde investeringsprojecten uitgewerkt zodat inzicht verkregen kan worden in de effecten van de toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken van de woningcorporaties op de besluitvorming bij specifieke investeringsprojecten. Deze investeringsprojecten worden nader toegelicht in paragraaf 4.2.

Op basis van de ontvangen data zijn interviews afgenomen met de experts op het gebied van vastgoedinvesteringen van de woningcorporaties. Het primaire doel van de interviews was om de inventarisatie van de kwantitatieve methoden en technieken die woningcorporaties gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen compleet te maken. Onderdeel van deze inventarisatie was onderzoeken hoe de methoden en technieken specifiek toegepast zouden worden op de vier uitgewerkte investeringsprojecten. Het secundaire doel van de interviews was om te achterhalen waarom voor de gehanteerde kwantitatieve methoden en technieken is gekozen ten behoeve van verdieping inzake de oorzaken van het ontbreken van uniformiteit.

Om de effecten zichtbaar te maken van de toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken op de besluitvorming zijn de vier investeringsprojecten doorgerekend. Hiervoor is een rekenmodel gemaakt waarin de

projecten op basis van de methoden en technieken per woningcorporatie doorgerekend en afgewogen kunnen worden. Er is voor één rekenmodel gekozen om te waarborgen dat alle scenario's eenduidig doorgerekend worden en om op deze wijze een vergelijk mogelijk te maken.

De inventarisatie van de methoden en technieken en de uitkomsten uit het rekenmodel zijn gepresenteerd in een expertsessie waarbij alle betrokken woningcorporaties waren vertegenwoordigd. Het primaire doel van de expertsessie was om te achterhalen hoe op basis van de uitkomsten waarschijnlijk besloten zou worden als het geen fictieve projecten zou betreffen. Dit inzicht is mede verworven op basis van een survey die de woningcorporaties hebben ingevuld. Het vertrekpunt van de vragenlijsten is gevormd door de uitkomsten van de berekeningen van de vier uitgewerkte investeringsprojecten afgezet tegen de kwantitatieve afwegingskaders die de woningcorporaties hanteren. De opzet van de survey is toegevoegd in bijlage II. Het secundaire doel van de expertsessie was een discussie tot stand te brengen over nut en noodzaak van uniformiteit bij het nemen van investeringsbeslissingen.

4.1 Woningcorporaties

De deelnemende woningcorporaties zijn actief in Noord-Holland, Zuid-Holland, Utrecht, Gelderland en Limburg. De kleinste woningcorporatie heeft circa 15.000 verhuureenheden en de grootste woningcorporatie meer dan 45.000 verhuureenheden. De financiële positie van de woningcorporaties verschilt onderling sterk. De woningcorporatie met de sterkste financiële positie heeft een Loan To Value (LTV) op basis van de WOZ waarde die kleiner is dan 20% met een rentedekkingsgraad (ICR) van circa 2,5. De twee woningcorporaties die de minst sterke financiële positie kennen hebben een LTV op basis van de WOZ waarde van circa 30% met een ICR van circa 1,7.

De deelnemende woningcorporaties worden in dit onderzoek aangeduid met de letters A t/m E.

Corporatie B, Corporatie D en Corporatie E waarderen het bezit tegen marktwaarde in de jaarrekening. Corporatie C waardeert het bezit nog tegen bedrijfswaarde en Corporatie A nog tegen historische kostprijs in de jaarrekening.

4.2 Investeringsprojecten

Deze studie is gericht op sociale projecten (DAEB) en hoe de besluitvorming omtrent dit type projecten bij woningcorporaties wordt vormgegeven. Het uitgangspunt van de geselecteerde fictieve projecten is dus dat de woningen na ingreep sociaal (DAEB) verhuurd gaan worden. De geselecteerde investeringsprojecten zijn conform het werkveld in de praktijk onderverdeeld in renovatie en nieuwbouw. Deze onderverdeling is relevant aangezien de waardering van deze typen investeringsprojecten anders tot stand komt.

Bij de renovatieprojecten worden niet alleen de stichtingskosten en het scenario na de renovatie inzichtelijk gemaakt maar ook het scenario voor de renovatie. De waarde van het scenario voor de renovatie is de inbrengwaarde voor het afwegen van de investering. Dit wordt nader toegelicht in paragraaf 5.4. Bij de nieuwbouwprojecten in dit onderzoek zijn de investeringskosten de stichtingskosten. Alle scenario's zijn gebaseerd op referentieprojecten met aanpassingen om de scherpste op te zoeken in de discussies.

Om vergelijk tussen de woningcorporaties mogelijk te maken zijn de huurprijzen en de WOZ waarden van de investeringsprojecten bij alle projecten een vast gegeven bij aanvang.

4.2.1 Renovatieprojecten

In tabel 4 zijn de samenvattingen van de scenario's voor en na renovatie uiteengezet zoals deze aan de woningcorporaties zijn voorgelegd.

In het renovatieproject eengezinswoning is een dilemma verwerkt. Het scenario voor renovatie van de eengezinswoning heeft een boekhoudkundig einde exploitatiejaar van 2043. Terwijl de staat van het onderhoud slecht is. Hoe gaan de woningcorporaties hiermee om? Als er gebruik gemaakt wordt van de DCF-methode, wordt dan bijvoorbeeld het einde exploitatiejaar aangepast? Gaat de onderhoudsnorm omhoog? Wordt de disconteringsvoet bijgesteld?

EENGEZINSWONING



VOOR



NA

MEERGEZINSWONING



VOOR



NA

Tabel 3: renovatieprojecten

	Renovatieprojecten			
	Voor		Na	
Woningtype	eengezinswoning	eengezinswoning	meergezinswoning	meergezinswoning
Bouwjaar	1982	1982	1974	1974
Einde exploitatiejaar (bhk)	2043	ntb	2033	ntb
Aantal woningen	100	100	116	116
Eigendom	grond en opstal volledig in eigendom		grond en opstal volledig in eigendom	
Woonlagen	2	2	6	6
Aantal kamers	4	4	5	5
GO	90	90	100	100
BVO	102	102	130	130
WOZ waarde / leegwaarde	130000	140000	115000	125000
WWD punten	161	179	143	153
Maximaal redelijke huur	822,00	918,17	725,84	779,27
Huidige netto huur/aanvangshuur	578	578 + 20	572	572 + 20
Streefhuur	618	618	576	576
Markthuur taxateur	800	850	max redelijk	max redelijk
Locatie	Aandachtsgebied, wijk met veel (kernvoorraad) woningcorporatiebezit		Wijk met veel kernvoorraad woningcorporatiebezit	
Energie label	D	B	E	C
Mutatiegraad (historisch)				
2012	6%		9%	
2013	6%		7%	
2014	8%		10%	
Huurderving (historisch)				
2012	2%		4%	
2013	3%		4%	
2014	3%		4%	
Stichtingskosten (incl. btw)	40000		44000	
Onderhoud staat	slecht	gerenoveerd	Slecht	gerenoveerd

4.2.2 Nieuwbouwprojecten

In tabel 5 zijn de samenvattingen van de scenario's nieuwbouw eengezinswoning en meergezinswoning opgenomen zoals deze aan de woningcorporaties zijn aangeboden. In het nieuwbouwproject meergezinswoning is een dilemma verwerkt. De vraag is of de woningcorporaties een project realiseren waarvan de stichtingskosten hoger zijn dan de leegwaarde na oplevering? Dit zou een investering zijn die voor een marktpartij niet voor de hand liggend is.

EENGEZINSWONING



MEERGEZINSWONING



Tabel 4: nieuwbouwprojecten

Woningtype	Nieuwbouwprojecten	
	eengezinswoning	meergezinswoning
Bouwjaar	2015	2015
Einde exploitatiejaar (bhk)	ntb	Ntb
Aantal woningen	50	36
Eigendom	volledig in eigendom	volledig in eigendom
Woonlagen	3	4
Aantal kamers	5	3
GO	115	80
BVO	130	105
WOZ waarde / leegwaarde	220000	140000
WWD punten	176	140
Maximaal redelijke huur	902,14	709,83
Huidige netto huur/aanvangshuur	618	576
Streefhuur	618	576
Markthuur taxateur	950	max redelijk
Locatie	Veel kernvoorraad woningcorporatiebezit	Veel kernvoorraad woningcorporatiebezit
Energie label	A++	A++
Mutatiegraad (historisch)		
2012		
2013		
2014		
Huurderving (historisch)		
2012		
2013		
2014		
Stichtingskosten (incl. btw)	150000	165000

5 Onderzoeksresultaten

De opzet van dit hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 5.1 wordt de participatie van de deelnemende woningcorporaties toegelicht. In paragraaf 5.2 wordt het besluitvormingsproces uiteengezet. In paragraaf 5.3 wordt beschreven welke waarderingsgrondslagen de woningcorporaties gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen. In paragraaf 5.4 worden de afwegingskaders uiteengezet die woningcorporaties gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen. In paragraaf 5.5 wordt verkend welke rekenmethoden woningcorporaties gebruiken voor het nemen van investeringsbeslissingen en wat de uitkomsten zijn als deze toepast worden op de investeringsprojecten die zijn toegelicht in paragraaf 4.2. In paragraaf 5.6 wordt uiteengezet hoe de woningcorporaties zouden beslissen op basis van de afwegingskaders van paragraaf 5.4 en de uitkomsten van de rekenmethoden in paragraaf 5.5.

5.1 Participatie

Van de vijf woningcorporaties hebben uiteindelijk vier geparticipeerd in het onderzoek. Corporatie E heeft aangegeven niet te kunnen participeren omdat het beleid rondom investeringen in ontwikkeling is en de gevraagde data niet geleverd kan worden. Corporatie D heeft aangegeven dat het beleid omtrent investeringen in transitie is; de geleverde input is gebaseerd op het vastgestelde beleid binnen Corporatie D dat op onderdelen herzien wordt. Corporatie A heeft aangegeven dat het waarderen op beleidswaarde nog niet volledig uitontwikkeld is en participatie aan het onderzoek gebruikt wordt om inzicht te verwerven hoe andere woningcorporaties de beleidswaarde bepalen. Corporatie A heeft ook aangegeven dat er tegen marktwaarde gewaardeerd gaat worden maar dat het niet mogelijk is om voor dit onderzoek de benodigde data met betrekking tot marktwaarde aan te leveren.

5.2 Besluitvormingsproces

Alle woningcorporaties die onderdeel zijn van dit onderzoek hebben door de RvB en RvC vastgestelde kwantitatieve methoden en technieken die toegepast moeten worden bij het afwegen van investeringsprojecten. De uitkomsten op basis van de vastgestelde rekenmethoden worden bij alle woningcorporaties afgezet tegen kwantitatieve afwegingskaders die ook vastgesteld zijn door de RvB en RvC. In principe moeten de uitkomsten van de berekeningen bij alle woningcorporaties voldoen aan de afwegingskaders die geormerkt zijn als voorwaarde (kernindicator).

5.3 Waarderingsgrondslagen

De waarderingsgrondslagen die woningcorporaties hanteren vormen het vertrekpunt van de investeringsafweging. Elke waarderingsgrondslag vertegenwoordigt een andere waarde (zie paragraaf 2.2). Het afwegen van de investeringsprojecten gebeurt door de woningcorporatie op basis van de bedrijfswaarde, beleidswaarde en marktwaarde. Geen van de woningcorporaties baseert de investeringsafwegingen op basis van de historische kostprijs.

De waarderingsgrondslag bedrijfswaarde wordt toegepast bij drie van de vier woningcorporaties. Corporatie C waardeert investeringsprojecten tegen bedrijfswaarde omdat het bezit in de jaarrekening tegen bedrijfswaarde wordt gewaardeerd. Corporatie A waardeert het bezit in de jaarrekening tegen historische kostprijs maar kiest voor het afwegen op bedrijfswaarde omdat de historische kostprijs geen inzicht geeft over de toekomstige verdien capaciteit bij exploitatie.

Corporatie D heeft niet voor het waarden op bedrijfswaarde gekozen omdat:

“De bedrijfswaarde geeft geen realistisch beeld van de waarde van een individuele investering omdat de invulling van de parameters te generiek is. Bij investeringsprojecten wordt daarom voorkeur gegeven aan het bereken van een meer project specifieke beleidswaarde die niet per definitie aansluit op de sector parameters. Daarnaast waardeert Corporatie D het bezit in de jaarrekening al een aantal jaar tegen marktwaarde en niet meer tegen bedrijfswaarde waardoor het waarden tegen bedrijfswaarde minder relevant was. Nu de normen van het WSW zijn aangescherpt voor het verkrijgen van geborgde leningen wordt overwogen om ook bij individuele projecten de bedrijfswaarde te bepalen zodat het effect van het project op het borgingsplafond inzichtelijk gemaakt kan worden.” Corporatie D

Corporatie B hanteert de bedrijfswaardemethodiek wel ondanks er ook overgestapt is naar het waarden tegen marktwaarde in de jaarrekening omdat:

“Het WSW toetst nog steeds op bedrijfswaarde. Bovendien is dit voor iedereen in de organisatie een herkenbaar item. Daarom willen we in elk geval voorlopig deze toets op bedrijfswaarde en onrendabel in de toetsingscriteria houden. Op termijn faseren we deze mogelijk uit.” Corporatie B

Alle woningcorporaties hanteren voor het afwegen van investeringsprojecten een beleidswaarde als waarderingsgrondslag. De beleidswaarde is niet afgeleid van standaarden en duidelijke kaders zoals bij de bedrijfswaarde en de marktwaarde het geval is. Bij de beleidswaarde bepalen de woningcorporaties volledig zelf de waarde die toegekend wordt aan de investering op basis van beleidsafhankelijke, subjectief, bepaalde determinanten, zoals een rendementseis en komt daarmee overeen met de definitie van beleggingswaarde zoals uiteengezet door Van Gool et al. (2001).

De woningcorporaties die de waarderingsgrondslag bedrijfswaarde toepassen rekenen alleen een scenario doorexploiteren uit. Afhankelijk van het project, op Corporatie A na, is er in de rekenmodellen rekening gehouden met een doorexploiteerscenario en een uitpondscenario. De woningcorporaties die de waarderingsgrondslag marktwaarde toepassen rekenen allemaal een scenario doorexploiteren en een scenario uitponden uit. Dit aangezien de hoogste waarde de waarde vertegenwoordigt die de markt bereid is te betalen.

Naast de bedrijfswaarde, beleidswaarde en de marktwaarde worden er geen andere waarderingsgrondslagen gebruikt door de participerende woningcorporaties in dit onderzoek.

Tabel 5: waarderingsgrondslagen

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
Historische kosten	✗	✗	✗	✗
Bedrijfswaarde (BDW)	✓	✓	✓	✗
Beleidswaarde (BLW)	✓	✓	✓	✓
Marktwaarde (MW)	✗	✓	✓	✓
Anders	✗	✗	✗	✗

5.4 Afwegingskaders

Afwegingskaders volgen uit de gekozen waarderingsgrondslagen. De onderzoeksresultaten hebben laten zien dat woningcorporaties gebruik maken van afwegingskaders op bedrijfswaarde, beleidswaarde en marktwaarde. De woningcorporaties wegen af aan de hand van de Netto Contante Waarde (NCW), Internal Rate of Return (IRR), Bruto Aanvang Rendement (BAR) en het Netto Aanvang Rendement (NAR). Waarbij de woningcorporaties onderscheid maken tussen kernindicatoren en indicatoren met een signaalfunctie. Aan de kernindicatoren moet in principe voldaan worden als voorwaarde om een project goed te keuren. Aan de indicator met een signaalfunctie hoeft niet voldaan te worden voor goedkeuring van een project.

Bij de onderzochte woningcorporaties zijn de afwegingskaders die gebaseerd zijn op de NCW en IRR doorslaggevend bij het bepalen of een project goedgekeurd wordt. Als een project niet aan de gestelde voorwaarden op NCW en/of IRR voldoet, gaat een project in principe niet door bij de woningcorporaties. Aan de uitkomsten van de berekeningen aan de hand van de BAR en NAR methode worden geen voorwaarden gesteld maar is er sprake van een signaalfunctie.

Aan de hand van het renovatieproject eengezinswoning worden de afwegingskaders in deze paragraaf uiteengezet. Per waarderingsgrondslag wordt uiteengezet welke afwegingskaders toegepast worden. Op één afwegingskader van Corporatie D na zijn alle afwegingskaders gebaseerd op het toepassen van één waarderingsgrondslag. Deze uitzondering wordt toegelicht in paragraaf 5.4.3.1.

In het geval afwijkende afwegingskaders niet tot uiting komen bij het renovatieproject eengezinswoning maar wel bij andere projecten, wordt dit benoemd en toegelicht.

In de nu volgende paragrafen worden de onderzoeksresultaten inzake de toegepaste afwegingskaders per waarderingsgrondslag weergegeven. De resultaten met betrekking tot de afwegingskaders worden daarna samengevat in paragraaf 5.4.4.

5.4.1 Bedrijfswaarde

5.4.1.1 Afweging op NCW (maximale onrendabele top)

Bij Corporatie A is de afweging op NCW de enige kernindicator. Bij Corporatie B is het één van de kernindicatoren. Er wordt een maximale grens gesteld aan de onrendabele top. In principe zal een project bij Corporatie A en Corporatie B niet goedgekeurd worden als de onrendabele top hoger is dan de gestelde grens. De maximale onrendabele top mag bij Corporatie A 36 duizend euro zijn en bij Corporatie B 30 duizend euro. Bij Corporatie C heeft de afweging op bedrijfswaarde een signaalfunctie en wordt er geen grens gesteld aan de maximale onrendabele top.

Corporatie A en Corporatie C wegen af op bedrijfswaarde omdat het bezit in de jaarrekening (nog) gewaardeerd wordt tegen de bedrijfswaarde. Corporatie B waardeert het bezit tegen marktwaarde in de jaarrekening maar weegt projecten nog af op bedrijfswaarde omdat het WSW hier (nog) op toetst en het intern een herkenbaar item is.

5.4.2 Beleidswaarde

5.4.2.1 Afweging op IRR

Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C schrijven een minimale IRR voor die minimaal behaald moet worden. Aan de hand van het renovatieproject eengezinswoning wordt toegelicht hoe de minimaal vereiste IRR tot stand komt. Corporatie D hanteert geen kernindicator op IRR maar op NCW, de minimale rendementseis is dan opgenomen in de disconteringsvoet.

Corporatie A hanteert een standaard minimale IRR van 2,7% die gebaseerd is op de WACC.

Corporatie B hanteert een minimale IRR van 2,2%. De minimale IRR wordt als volgt opgebouwd bij Corporatie B: bij projecten in de bestaande bouw (sociaal) de WACC (3,2%) met een afslag van 1% en bij nieuwbouwprojecten (sociaal) de WACC met een opslag van 1%. Voor de afslag in de bestaande bouw is gekozen omdat in de regel de financiële ruimte om een investering terug te verdienen een stuk kleiner is doordat de zittende huurders bestaande contracten hebben en hierdoor minder huur betalen dan nieuwe huurders. Bij nieuwbouw kiest Corporatie B voor een hogere rendementseis omdat een doelstelling van Corporatie B is dat nieuwbouwwoningen in elke zin positief moeten bijdragen aan de gemiddelde prestaties van de portefeuille.

Corporatie C hanteert een minimale IRR van 3,6%. De minimale IRR wordt als volgt opgebouwd bij Corporatie C: de minimale rendementseis op basis van de inflatie plus 50 basis punten, een risicobuffer van 50 basis punten, een risico opslag die per woningsegment verschilt en een risico opslag die locatieafhankelijk is. Deze methode is tot stand gekomen in overleg met externe taxateurs.

5.4.2.2 Afweging op NCW

Corporatie D stelt als voorwaarde dat de beleidswaarde na ingreep minus de beleidswaarde voor ingreep minus de investering minimaal nul euro moet zijn. Dit komt overeen met het behalen van een IRR van minimaal 4,56%. Dit percentage is de disconteringsvoet waartegen de kasstromen van het scenario na renovatie verdisconteerd worden (zie toelichting disconteringsvoet in paragraaf 5.5.2.2). Corporatie D kiest voor deze methode omdat:

“We hebben voor het afwegen op NCW gekozen bij de beleidswaarde omdat de uitkomsten voor alle betrokken medewerkers beter te begrijpen is dan het abstracte begrip IRR waar voorkennis voor nodig is om deze te kunnen beoordelen. Door het hanteren van de minimale rendementseis als disconteringsvoet, betekent een positief resultaat op NCW dat de IRR voldoet aan de gestelde rendementseis.” Corporatie D

5.4.2.3 Afweging op direct rendement

Alleen Corporatie D weegt bij de beleidswaarde af op direct rendement. De voorwaarde is dat het directe rendement van de komende vijf jaar groter moet zijn dan het gemiddelde directe rendement van het complex in de vijf jaar voor ingreep. Voor dit onderzoek waren deze gegevens niet beschikbaar en deze afweging is daarom verder niet meegenomen.

5.4.3 Marktwaarde

5.4.3.1 Afweging op IRR

Corporatie B en Corporatie C hanteren een afwegingskader op IRR, deze afweging is een kernindicator. Er wordt door de woningcorporaties een IRR voorgeschreven die minimaal behaald moet worden. Aan de hand van het renovatieproject eengezinswoning wordt toegelicht hoe de minimaal vereiste IRR tot stand komt.

Corporatie B hanteert een minimaal vereiste IRR van 2,52%. Deze minimale IRR wordt als volgt opgebouwd; de marktconforme IRR (8,02%) minus 5,5%. Corporatie B kiest voor de afslag omdat de ervaring is dat bij renovatieprojecten er beperkte ruimte is om de investering terug te verdienen. Bij (sociale) nieuwbouw hanteert Corporatie B de marktconforme IRR minus 1,5%.

Corporatie C hanteert een minimale commerciële IRR van 5,2%. Deze minimale IRR wordt als volgt opgebouwd; de marktconforme IRR (6,7%) minus 1,5% marktcorrectie. Corporatie C kiest voor deze correctie van 1,5% omdat;

“De reden is vooral de risico’s ten opzichte van andere ‘betere’ markten die tot uitdrukking komen in het niet behalen van de rendementsnormen bij investeringen in de regio waar wij in actief zijn. Daarbij is er een groot verschil tussen de beleggers en Corporatie C, te weten: de beleggers kunnen kiezen waar ze hun investeringen doen, wij hebben deze keuze niet en zijn gebonden aan onze regio.” Corporatie C

Alleen Corporatie D combineert de waarderingsgrondslag marktwaarde met de waarderingsgrondslag bedrijfswaarde om de IRR te bepalen, deze afweging heeft een signaalfunctie. De inbrengwaarde is gebaseerd op de marktwaarde en de exploitatie na ingreep op basis van de kasstromen die behoren bij de waarderingsgrondslag beleidswaarde. Corporatie D heeft gekozen voor afweging volgens deze methode omdat er (theoretisch) altijd gekozen kan worden om het project uit te voeren of het complex in zijn geheel te verkopen tegen de marktwaarde.

“De IRR geeft inzicht in het rendement op het in het complex geïnvesteerde vermogen. De verwachte kasstromen op basis van het eigen beleid worden afgezet tegen de investering vermeerderd met de marktwaarde in verhuurde staat. Deze indicator geeft weer hoe de totale investering in het complex rendeert. Dit cijfer maakt een vergelijking met marktconforme rendementen mogelijk.” Corporatie D.

Op basis van deze methode kan de IRR die hieruit voortkomt vergeleken worden met een volledig marktconforme IRR. Het verschil tussen deze twee waarden geeft het economisch offer weer in IRR als het project doorgang zou vinden.

5.4.3.2 Leegwaarde na ingreep > (inbrengwaarde + investering)

Bij Corporatie C en Corporatie D is één van de toegepaste afwegingskaders dat de leegwaarde na ingreep groter moet zijn dan de inbrengwaarde plus de investering. Bij Corporatie C en Corporatie D is deze afweging een kernindicator.

Corporatie C en Corporatie D hanteren deze afweging om te toetsen of de investering bij renovatieprojecten niet bovenmatig is. Bij nieuwbouwprojecten mag bij beide woningcorporaties de investering niet groter zijn dan de leegwaarde van het complex. Als bij Corporatie C de leegwaarde lager is dan de inbrengwaarde plus de investering moet de marktwaarde in verhuurde staat hoger zijn dan de stichtingskosten.

5.4.3.3 Marktwaarde na ingreep > (marktwaarde voor ingreep + investering)

Bij Corporatie C en Corporatie D is één van de afwegingskaders dat de marktwaarde na ingreep groter moet zijn dan de marktwaarde voor ingreep plus de investering. Bij Corporatie C is deze afweging een kernindicator bij de renovatieprojecten en heeft een signaalfunctie bij nieuwbouwprojecten. Bij Corporatie D heeft deze afweging alleen een signaalfunctie. Corporatie D heeft voor deze afweging gekozen omdat in de jaarrekening gewaardeerd wordt op marktwaarde. Corporatie C waardeert in de jaarrekening nog niet op marktwaarde maar kiest voor deze afweging om te laten zien wat het effect van een investeringsbeslissing zou zijn als in de jaarrekening gewaardeerd zou worden op de marktwaarde.

5.4.3.4 BAR/NAR

Corporatie C weegt als enige corporatie af op BAR en NAR, deze afweging heeft een signaalfunctie. Corporatie C kiest voor het afwegen op BAR om inzicht te krijgen of het project een goede investering is in verhouding tot referenties in de markt. Voor de NAR is gekozen omdat dit een goede indicatie is van de kasstroom in het eerste jaar en omdat de NAR vergeleken kan worden met de gemiddelde rente op het vreemd vermogen en het minimale rendement dat de organisatie wil behalen op het eigen vermogen.

5.4.3.5 Marktwaarde leegwaarde ratio

Corporatie B hanteert als afwegingskader de marktwaarde leegwaarde ratio. Dit is de verhouding tussen de marktwaarde in verhuurde staat en de leegwaarde. Deze afweging heeft een signaalfunctie.

5.4.4 Samenvatting afwegingskaders

De woningcorporaties gebruiken afwegingskaders waaraan minimaal voldaan moet worden voor een project doorgang zal vinden (kernindicatoren) en er zijn afwegingskaders die een signaalfunctie hebben. In tabel 7 zijn de kernindicatoren weergegeven van de woningcorporaties. Geen enkele woningcorporatie gebruikt dezelfde set aan kernindicatoren. Het aantal kernindicatoren toegepast door de woningcorporaties verschilt sterk. Bij geen enkele waarderingsgrondslag hanteren alle woningcorporaties één of dezelfde kernindicator en vergelijk tussen alle woningcorporaties op basis van één kernindicator is niet mogelijk. Als woningcorporaties dezelfde kernindicatoren toepassen, verschilt de minimale eis per kernindicator. Daarnaast verschilt het aantal kernindicatoren toegepast door de woningcorporaties sterk. Corporatie A past maar één kernindicator toe, Corporatie B en Corporatie C vier en Corporatie D twee.

De verschillen in de kernindicatoren die de woningcorporaties hanteren zijn te verklaren door de volgende factoren:

- De woningcorporaties hanteren andere waarderingsgrondslagen voor het bepalen van de waarde van het bezit in de jaarrekening.
- Het besluitvormingsproces rondom investeringsafwegingen bij woningcorporaties is nog in ontwikkeling.
- De interne herkenbaarheid van de kernindicator speelt een rol in de keuze van een kernindicator.
- Of een kernindicator zonder specifieke voorkennis te begrijpen is speelt een rol in de keuze van een kernindicator.
- De minimale (sociale) rendementseisen worden gebaseerd op basis van de WACC met op- of afslagen, worden gebaseerd op basis van inflatie met opslagen of op basis van een marktconforme rendementseis met een afslag.
- Er bestaat (nog) geen uniforme wijze hoe het economisch offer inzichtelijk gemaakt dient te worden.

Tabel 6: kernindicatoren bij renovatieproject eengezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
Bedrijfswaarde				
NCW: Onrendabele top maximaal	-36.000	-30.000		
Beleidswaarde				
NCW:Beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0				✓
IRR: Minimaal		2,2%	3,6%	
Marktwaarde				
IRR: Minimaal		2,52%	5,2%	
Marktwaarde leegwaarde ratio		65%		
Marktwaarde na investering (incl. investeringskosten) hoger dan marktwaarde voor de investering			✓	
Inbrengwaarde MW verhuurde staat + stichtingskosten =< leegwaarde na ingreep			✓	✓

5.5 Rekenmethoden

In deze studie zetten alle woningcorporaties de uitkomsten van de rekenmethoden af tegen vastgestelde afwegingskaders bij het maken van hun investeringsafweging. De deelnemende woningcorporaties hanteren de meest gebruikte rekenmethoden in de professionele vastgoedwereld zoals uiteengezet door Van Gool et al. (2001); BAR, NAR en DCF-methode. Waarbij de resultaten op basis van de DCF-methode gepresenteerd worden als Netto Contante Waarde (NCW) en Internal Rate of Return (IRR).

Voor de afweging van nieuwbouw- en renovatieprojecten hanteren alle woningcorporaties dezelfde basisuitgangspunten:

Bij nieuwbouwprojecten is er sprake van stichtingskosten en kasstromen na oplevering. Het resultaat op NCW wordt bepaald door de NCW van de kasstromen te verminderen met de stichtingskosten. De IRR wordt berekend op basis van de kasstromen na oplevering afgezet tegen de investering (stichtingskosten).

Bij renovatieprojecten is er niet alleen sprake van stichtingskosten en kasstromen na oplevering maar ook van een inbrengwaarde. De inbrengwaarde is de waarde van het complex voor renovatie. Het resultaat op NCW wordt bepaald door de NCW van de kasstromen na oplevering te verminderen met de stichtingskosten en de inbrengwaarde. De IRR wordt berekend op basis van de kasstromen na oplevering afgezet tegen de investering (inbrengwaarde plus de stichtingskosten).

Om inzicht te krijgen in de effecten van de invulling van de parameters die worden behandeld in paragraaf 5.5.2. wordt eerst in paragraaf 5.5.1 een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd van de DCF-methode.

De invulling van de parameters van de DCF-methode door de corporaties is uitgewerkt in paragraaf 5.5.2 en heeft als doel om de investeringsprojecten door te kunnen rekenen en uiteindelijk af te zetten tegen de afwegingskaders die de woningcorporaties hanteren. Voor deze uiteindelijke afweging; zie paragraaf 5.6. In paragraaf 5.5.2.10 is een samenvatting te vinden van deze onderzoeksresultaten.

Voor het berekenen van de BAR en de NAR gebruiken de corporaties dezelfde invulling van de parameters (wat betreft de onderdelen die van toepassing zijn) als van de DCF-methode.

Om een vergelijkend onderzoek mogelijk te maken zijn de uitkomsten (zie paragraaf 5.5.3) van de berekeningen van de investeringsprojecten op basis van de DCF-methode gepresenteerd op NCW en IRR. Daarnaast worden in dezelfde paragraaf ook de BAR en NAR berekend van de investeringsprojecten. Ongeacht of deze standaard onderdeel uitmaken van de investeringsafweging van de onderzochte woningcorporaties. De berekeningen zijn uitgevoerd rekening houdend met de waarderingsgrondslagen die door de betreffende woningcorporaties worden gehanteerd (aangezien de data niet aangeleverd is). Een samenvatting van de uitkomsten van de investeringsprojecten is weergegeven in paragraaf 5.5.3.4.

5.5.1 Gevoeligheidsanalyse DCF-methode

De resultaten op NCW en IRR van een investering worden bepaald door de invulling van de parameters in de DCF-methode. Het verschilt per parameter hoeveel invloed de invulling van een parameter heeft op het resultaat op NCW en IRR. Het doel van de gevoeligheidsanalyse is om inzicht te geven welke parameters veel impact hebben op de uitkomsten van de berekeningen.

Aangezien de inbrengwaarde bij renovatieprojecten ook tot stand komt op basis van een NCW berekening is gekozen om de gevoeligheidsanalyse uit te voeren op basis van NCW. Daarnaast vertegenwoordigt het resultaat in NCW uitgedrukt in euro's hetzelfde als het resultaat in IRR maar dan als percentage.

De gevoeligheidsanalyse wordt gepresenteerd in tabel 8 & 9 waarbij het uitgangspunt doorexpluiten is. Tabel 8 geeft de uitkomsten weer op basis van een exploitatieduur van 15 jaar en tabel 9 op basis van een exploitatieduur van 30 jaar. Voor deze scheiding is gekozen omdat de exploitatieduur in de regel een relatie heeft met de restwaardemethodiek die toegepast wordt. Deze twee restwaardemethodieken zijn 5000 euro per verhuureenheid of een Exit Yield van 8%. De uitkomsten worden in de tabellen op basis van beide methodieken gepresenteerd. De uitkomsten in NCW op basis van de parameters in de kolom 'standaard' gekoppeld aan één van de twee restwaardemethodieken staat boven de kolommen met de uitkomsten. Deze waarden zijn het referentiepunt van de ceteris paribus analyse die vervolgens is uitgevoerd.

Tabel 7: NCW, doorexpluiten, 15 jaar exploitatie

	exploitatie 15 jaar		Restwaarde € 5.000 per vhe: Standaard NCW: € 33.705		Restwaarde 8% Exit Yield: Standaard NCW: € 69.687	
	Standaard	Wijziging	NCW	Vershil	NCW	Vershil
WOZ waarde/leegwaarde	130.000	140.000	€ 33.209	€ -496	€ 69.191	€ -496
Aanvangshuur (per vhe p/m)	578 euro	618 euro	€ 36.624	€ 2.919	€ 73.488	€ 3.801
		710 euro	€ 47.118	€ 13.413	€ 89.814	€ 20.127
		850 euro	€ 57.333	€ 23.628	€ 103.116	€ 33.429
Streefhuur (per vhe p/m)*	618 euro	710 euro	€ 37.486	€ 3.781	€ 77.272	€ 7.585
Disconteringsvoet	8%	6%	€ 38.832	€ 5.127	€ 86.459	€ 16.772
		4%	€ 45.201	€ 11.496	€ 108.580	€ 38.893
		2%	€ 53.191	€ 19.486	€ 138.000	€ 68.313
Huurindex	2%	3,5%	€ 40.120	€ 6.415	€ 82.929	€ 13.242
Huurderving	2%	1%	€ 34.393	€ 688	€ 70.375	€ 688
Mutatiegraad	6,7%	3%	€ 32.758	€ -947	€ 67.867	€ -1.820
Restwaarde: per vhe	5000 euro	0 euro	€ 31.584	€ -2.121		
Exit Yield	8%	6%			€ 82.389	€ 12.702
Verhuurdersheffing	permanent	tijdelijk	€ 38.490	€ 4.785	€ 74.472	€ 4.785
Onderhoud	1500	1000	€ 38.946	€ 5.241	€ 74.929	€ 5.242
Beheerlasten	1300	700	€ 39.995	€ 6.290	€ 75.977	€ 6.290

* Bij wijziging aanvangshuur stijgt streefhuur in de standaard parameters naar hetzelfde bedrag

Tabel 8: NCW, doorexpluiten, 30 jaar exploitatie

	exploitatie 30 jaar		Restwaarde € 5.000 per vhe: Standaard NCW: € 45.786		Restwaarde 8% Exit Yield: Standaard NCW: € 61.438	
	Standaard	Wijziging	NCW	Vershil	NCW	Vershil
WOZ waarde/leegwaarde	130.000	140.000	€ 45.075	€ -711	€ 60.726	€ -712
Aanvangshuur (per vhe p/m)	578 euro	618 euro	€ 49.196	€ 3.410	€ 64.982	€ 3.544
		710 euro	€ 64.277	€ 18.491	€ 82.548	€ 21.110
Streefhuur (per vhe p/m)*		850 euro	€ 87.228	€ 41.442	€ 109.279	€ 47.841
	618 euro	710 euro	€ 53.026	€ 7.240	€ 70.851	€ 9.413
Disconteringsvoet	8%	6%	€ 57.367	€ 11.581	€ 84.789	€ 23.351
		4%	€ 74.145	€ 28.359	€ 122.705	€ 61.267
		2%	€ 99.188	€ 53.402	€ 186.139	€ 124.701
Huurindex	2%	3,5%	€ 58.929	€ 13.143	€ 80.543	€ 19.105
Huurderving	2%	1%	€ 46.785	€ 999	€ 62.437	€ 999
Mutatiegraad	6,7%	3%	€ 44.429	€ -1.357	€ 59.783	€ -1.655
Restwaarde: per vhe	5000 euro	0 euro	€ 44.886	€ -900		
Exit Yield	8%	6%			€ 66.955	€ 5.517
Verhuurdersheffing	permanent	tijdelijk	€ 53.366	€ 7.580	€ 69.018	€ 7.580
Onderhoud	1500	1000	€ 53.601	€ 7.815	€ 69.253	€ 7.815
Beheerlasten	1300	700	€ 55.165	€ 9.379	€ 70.816	€ 9.378

* Bij wijziging aanvangshuur stijgt streefhuur in de standaard parameters naar hetzelfde bedrag

Op basis van deze gevoeligheidsanalyse kan het volgende worden geconcludeerd:

De NCW ligt structureel lager als de restwaarde wordt gebaseerd op een bedrag van 5000 euro per verhuureenheid en niet op een Exit Yield van 8%.

Het verlengen van de exploitatieduur heeft een groter effect op de NCW als de restwaarde gebaseerd wordt op basis van een bedrag van 5000 euro per verhuureenheid en niet op basis van een Exit Yield van 8%.

De parameters die invloed hebben op de huuropbrengsten kunnen een grote invloed hebben op de uitkomsten (aanvangshuur, streefhuur, huurindex).

De disconteringsvoet heeft een grote invloed op de uitkomsten.

De verhuurdersheffing, onderhoudslasten en beheerlasten kunnen samen een grote impact hebben op de uitkomsten.

Wanneer de gevoeligheidsanalyse uitgevoerd wordt bij een uitpondscenario, verschillen de uitkomsten in alle scenario's minder omdat een groot gedeelte van de uitkomsten in NCW toe te wijzen is aan de verkoopopbrengsten. De mutatiegraad heeft daarom bij een uitpondscenario meer invloed op de uitkomsten dan bij een doorexploteersscenario.

5.5.2 Invulling parameters DCF-methode

Er is een groot aantal parameters in de DCF-methode dat invloed heeft op de uitkomsten op NCW en IRR. In deze paragraaf wordt de invulling van de parameters door de woningcorporaties uitgewerkt en vergeleken. Er zijn parameters die bij alle projecten hetzelfde ingevuld worden en parameters die project specifiek zijn. Per waarderingsgrondslag wordt inzichtelijk gemaakt hoe de woningcorporaties de parameters vullen met betrekking tot de specifieke investeringsprojecten die uiteengezet zijn in paragraaf 4.2.

5.5.2.1 Exploitatieduur

Bedrijfswaarde

In de bedrijfswaarde berekeningen hanteren de woningcorporaties die van deze waarderingsgrondslag gebruik maken, het einde exploitatiejaar dat in de boeken staat van een complex voor ingreep of de verwachte exploitatieduur na ingreep. Bij renovatieprojecten hanteren de woningcorporaties een exploitatie van 30 jaar na renovatie omdat de technische ingreep hierop afgestemd is en bij nieuwbouw hanteren de woningcorporaties allemaal standaard 50 jaar.

Beleidswaarde

In de beleidswaarde berekeningen hanteren Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C een exploitatieperiode van 15 jaar die gekoppeld is aan een restwaarde op basis van een Exit Yield. Deze methode is overgenomen van externe taxateurs.

Corporatie D hanteert in de beleidswaarde berekeningen van het scenario voor renovatie het einde exploitatiejaar dat in de boeken staat of stelt deze bij als het boekjaar niet overeenkomt met de technische staat van het complex. Bij renovatieprojecten rekent Corporatie D bij een renovatieproject standaard met 30 jaar exploitatie na oplevering en bij nieuwbouw 60 jaar na oplevering.

“Corporatie D heeft vooralsnog hiervoor gekozen omdat de Exit Yield een abstract begrip is en het lastig is om deze zuiver te bepalen. De voorkeur wordt gegeven voor het beredeneren van een realistische exploitatieduur. Om de Exit Yield methode te doorgronden en erover te discussiëren is meer specifieke kennis nodig. Door te kiezen voor het beredeneren van een realistische exploitatieduur zijn meer medewerkers in staat om het project te beoordelen.” Corporatie D

Marktwaaarde

In de marktwaaarde berekeningen hanteren Corporatie B en Corporatie C dezelfde exploitatieduren als bij de beleidswaaarde. Corporatie D hanteert een exploitatieduur van 100 jaar zonder restwaaarde. Hiervoor heeft Corporatie D gekozen omdat het uitgangspunt van een Exit Yield een oneindige exploitatie is en deze wordt benaderd door een exploitatieperiode te handhaven van 100 jaar zonder restwaaarde.

Tabel 9: exploitatieduur (letters staan voor de woningcorporaties)

Waarderingsgrondslag	Exploitatie duur						
	15	18	28	30	50	60	100
EGW bestaand							
Bedrijfs waaarde			E/WL/P				
Beleids waaarde	E/WL/P		W				
Markt waaarde	L/P						W
EGW na renovatie							
Bedrijfs waaarde				E/WL/P			
Beleids waaarde	E/WL/P			W			
Markt waaarde	L/P						W
EGW nieuwbouw							
Bedrijfs waaarde					E/WL/P		
Beleids waaarde	E/WL/P					W	
Markt waaarde	L/P						W
MGW bestaand							
Bedrijfs waaarde		E/WL/P					
Beleids waaarde	E/WL/P	W					
Markt waaarde	L/P						W
MGW na renovatie							
Bedrijfs waaarde				E/WL/P			
Beleids waaarde	E/WL/P			W			
Markt waaarde	L/P						W
MGW nieuwbouw							
Bedrijfs waaarde					E/WL/P		
Beleids waaarde	E/WL/P					W	
Markt waaarde	L/P						W

5.5.2.2 Disconteringsvoet

Bedrijfswaaarde

In de bedrijfswaaarde berekeningen is de disconteringsvoet van de woningcorporaties die deze waarderingsgrondslag gebruiken gelijk. De woningcorporaties nemen de verdisconteringsvoet over die het WSW en het CFV voorschrijven van 5,25%.

Beleidswaaarde

In de beleidswaaarde berekeningen hanteert Corporatie A een vaste disconteringsvoet van 2,7% voor sociaal vastgoed die gebaseerd is op de WACC van Corporatie A. Corporatie A heeft vooralsnog voor deze methode gekozen omdat een randvoorwaarde is dat de Loan To Value (LTV) niet mag toenemen. Corporatie A is andere methoden aan het overwegen.

Corporatie D baseert de disconteringsvoet van de beleidswaaarde sociaal vastgoed ook op de WACC met een sectoropslag en opslagen op basis van project specifieke kenmerken (locatie, energielabel, ouderdom etc.). De project specifieke opslagen zijn overgenomen van de werkwijze van externe taxateurs. Het uitgangspunt van Corporatie D is ook dat de LTV niet toeneemt door de investering, het eigen vermogen in stand gehouden wordt en de risico's door de opslagen gecompenseerd worden. Het toepassen van project specifieke toeslagen heeft tot gevolg dat de disconteringsvoet van het scenario voor en na ingreep bij renovatieprojecten verschillend is. Door de opslagen bovenop de WACC is de disconteringsvoet van de beleidswaaarde scenario's bij Corporatie D 1,43% tot 1,9% hoger dan bij Corporatie A.

Corporatie B en Corporatie C nemen bij de beleidswaarde scenario's de disconteringsvoet over van de marktwaarde scenario's. De marktconforme disconteringsvoet wordt bepaald aan de hand van de risicovrije rentevoet met een marktconforme sectoropslag en opslagen net als bij Corporatie D; namelijk op basis van project specifieke kenmerken (locatie, energielabel, ouderdom etc.). Deze methode is net als bij Corporatie D overgenomen van externe taxateurs. De disconteringsvoet die Corporatie B en Corporatie C hanteren voor het bepalen van de beleidswaarden zijn aanzienlijk hoger dan disconteringsvoet die Corporatie A en Corporatie D hanteren. Ten opzichte van Corporatie A ligt de disconteringsvoet van de beleidswaarde scenario's circa 5% hoger en ten opzichte van Corporatie D circa 3,5%. Corporatie B en Corporatie C hebben voor een marktconforme disconteringsvoet bij de beleidswaarde gekozen omdat het dan mogelijk is het verschil inzichtelijk te maken tussen de waarde van een complex als het commercieel geëxploiteerd zou worden of als een complex door een woningcorporatie geëxploiteerd zou worden.

“Wanneer de disconteringsvoet van de beleidswaarde en de marktwaarde niet gelijk zijn is het niet mogelijk om de effecten op de waarde van een complex door de keuzes die een woningcorporatie maakt te vergelijken met de waarde die de markt aan een complex zou toekennen. Bij een ongelijke disconteringsvoet is er sprake van appels met peren vergelijken ” Corporatie C

Marktwaarde

De disconteringsvoet voor de marktwaarde komt bij Corporatie B en Corporatie C tot stand zoals uiteengezet bij de beleidswaarde. Voor de marktwaarde scenario's hanteert Corporatie D dezelfde methodiek. Het verschil in disconteringsvoet tussen deze drie marktwaardescenario is maximaal 0,4%.

Tabel 10: disconteringsvoet

Waarderingsgrondslag	Project	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
Bedrijfswaarde	Alle projecten	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Beleidswaarde doorexploiteren/ uitponden	EGW bestaande situatie	2,70%	8,26%	8,16%	4,66%
	EGW na renovatie	2,70%	8,02%	7,93%	4,56%
	EGW nieuwbouw	2,70%	7,21%	7,11%	4,47%
	MGW bestaande situatie	2,70%	7,85%	7,90%	4,44%
	MGW na renovatie	2,70%	7,56%	7,61%	4,13%
	MGW nieuwbouw	2,70%	7,61%	7,51%	4,64%
Marktwaarde doorexploiteren/ uitponden	EGW bestaande situatie	-	8,26%	8,16%	8,55%
	EGW na renovatie	-	8,02%	7,93%	8,31%
	EGW nieuwbouw	-	7,21%	7,11%	7,50%
	MGW bestaande situatie	-	7,85%	7,90%	8,14%
	MGW na renovatie	-	7,56%	7,61%	7,85%
	MGW nieuwbouw	-	7,61%	7,51%	7,90%

5.5.2.3 Huurindex

Jaarlijks stellen de woningcorporaties de huurindexen vast gebaseerd op diverse bronnen en keuzes die de woningcorporaties maken in het huurprijzenbeleid. In de bedrijfswaarde berekeningen zijn de verschillen op de lange termijn (>2020) maximaal 1,5%. In de beleidswaarde berekeningen zijn de verschillen op de lange termijn maximaal 0,5% en in de marktwaarde berekeningen maximaal 0,1%.

Tabel 11: huurindexen

Huurindex	2015	2016	2017	2018	2019	>2020
Bedrijfswaarde						
Corporatie A	2,50%	2,80%	3,01%	3,16%	3,26%	3,50%
Corporatie B	3,50%	3,60%	3,60%	3,60%	2,00%	2,00%
Corporatie C	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Corporatie D	-	-	-	-	-	-
Beleidswaarde						
Corporatie A	2,80%	2,80%	3,01%	3,16%	3,26%	2,00%
Corporatie B	2,40%	1,90%	1,90%	2,00%	1,60%	2,10%
Corporatie C	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Corporatie D	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	2,00%	2,00%
Marktwaarde						
Corporatie A	-	-	-	-	-	-
Corporatie B	1,30%	1,90%	1,90%	2,00%	1,60%	2,10%
Corporatie C	2,80%	1,90%	2,00%	1,60%	2,10%	2,10%
Corporatie D	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

5.5.2.4 Mutatiegraad

Bedrijfswaarde

In de bedrijfswaarde berekeningen hanteert Corporatie A bij de renovatieprojecten en nieuwbouwprojecten standaard een mutatiegraad van 7%. Dit percentage is gebaseerd op de gemiddelde mutatiegraad van het bezit van Corporatie A.

Bij de renovatieprojecten hanteren Corporatie B en Corporatie C bij het scenario voor ingreep een mutatiegraad op basis van de historische mutatiegraden. Na renovatie handhaaft Corporatie C de historische mutatiegraad. Corporatie B schat de mutatiegraad na renovatie en na oplevering van de nieuwbouwwoningen in op basis van het woningtype en de locatie. Corporatie C hanteert voor sociale nieuwbouwwoningen standaard een mutatiegraad van 8%.

Bij de renovatie projecten zijn de verschillen in mutatiegraad voor ingreep maximaal 0,3% en na renovatie 2%, bij de nieuwbouwprojecten zijn de verschillen maximaal 5%.

Beleidswaarde

In de beleidswaarde berekeningen hanteert Corporatie A bij het scenario voor ingreep van de renovatieprojecten een gemiddelde mutatiegraad van 7% die gebaseerd is op het volledige bezit van Corporatie A. Bij het scenario na de renovatie en de nieuwbouwprojecten hanteert Corporatie A per woningtype vastgestelde mutatiegraden. Corporatie B en Corporatie C hanteren dezelfde mutatiegraden als bij de bedrijfswaarde.

Bij de renovatieprojecten hanteert Corporatie D bij het scenario voor ingreep een mutatiegraad op basis van de historische mutatiegraden. Bij het scenario na de renovatie en de nieuwbouwprojecten hanteert Corporatie D standaard mutatiegraden voor eengezinswoningen en meergezinswoningen.

Marktwaaarde

In de marktwaarde berekeningen hanteren Corporatie B, Corporatie C en Corporatie D dezelfde mutatiegraden als bij de beleidswaarde.

Tabel 12: mutatiegraden

	Corporatie A		Corporatie B		Corporatie C		Corporatie D	
	Voor	Na	Voor	Na	Voor	Na	Voor	Na
Bedrijfswaarde								
EGW renovatie	7,00%	7,00%	6,70%	5,00%	6,70%	6,70%	-	-
MGW renovatie	7,00%	7,00%	8,70%	8,00%	8,70%	8,70%	-	-
EGW nieuwbouw	-	7,00%	-	3,00%	-	8,00%	-	-
MGW nieuwbouw	-	7,00%	-	6,00%	-	8,00%	-	-
Beleidswaarde								
EGW renovatie	7,00%	3,40%	6,70%	5,00%	6,70%	6,70%	6,70%	5,00%
MGW renovatie	7,00%	5,40%	8,70%	8,00%	8,70%	8,70%	8,70%	8,00%
EGW nieuwbouw	-	3,40%	-	3,00%	-	8,00%	-	5,00%
MGW nieuwbouw	-	3,40%	-	6,00%	-	8,00%	-	8,00%
Marktwaaarde								
EGW renovatie	-	-	6,70%	5,00%	6,70%	6,70%	6,70%	5,00%
MGW renovatie	-	-	8,70%	8,00%	8,70%	8,70%	8,70%	8,00%
EGW nieuwbouw	-	-	-	3,00%	-	8,00%	-	5,00%
MGW nieuwbouw	-	-	-	6,00%	-	8,00%	-	8,00%

5.5.2.5 Verhuurdersheffing

Bedrijfswaarde

In de bedrijfswaarde berekeningen wordt de verhuurdersheffing door Corporatie A en Corporatie B de volledige exploitatietermijn ingerekend. Corporatie C heeft ten tijde van dit onderzoek de verhuurdersheffing nog niet doorgevoerd in de rekenmodellen die gebruikt worden bij investeringsafwegingen. Bij Corporatie C staat op de planning om een permanente verhuurdersheffing op te nemen in het bedrijfswaarde rekenmodel.

Beleidswaarde

In de beleidswaarde wordt de verhuurdersheffing door Corporatie A en Corporatie D in de volledige exploitatieperiode doorgevoerd omdat ervan uit wordt gegaan dat de verhuurdersheffing geen tijdelijke maatregel is maar een permanente status krijgt. Corporatie B en Corporatie C gaan in de berekeningen nog uit van een tijdelijke verhuurdersheffing. Alleen de vastgestelde verhuurdersheffing wordt in de kasstromen opgenomen en de disconteringsvoet krijg een extra risico opslag van 0,2% voor de eventuele invoering van een permanente verhuurdersheffing. Deze methode is overgenomen van de taxateurs van de woningcorporaties die de marktwaarde bepalen.

Marktwaaarde

In de marktwaardeberekeningen houden Corporatie B en Corporatie C rekening met de verhuurdersheffing zoals uiteengezet bij de beleidswaarde. Corporatie D hanteert deze methode ook bij de marktwaarde omdat dit de methode is die de externe taxateur hanteert voor het bepalen van de marktwaarde.

Tabel 13: verhuurdersheffing (% van WOZ waarde)

Verhuurdersheffing	2015	2016	2017	2018	2019	>2020
Bedrijfswaarde						
Corporatie A	0,45%	0,49%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
Corporatie B	0,45%	0,49%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
Corporatie C	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Corporatie D	-	-	-	-	-	-
Beleidswaarde						
Corporatie A	0,45%	0,49%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
Corporatie B	0,45%	0,49%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%
Corporatie C	0,45%	0,49%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%
Corporatie D	0,45%	0,49%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
Marktwaarde						
Corporatie A	-	-	-	-	-	-
Corporatie B	0,45%	0,49%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%
Corporatie C	0,45%	0,49%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%
Corporatie D	0,45%	0,49%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%

5.5.2.6 Onderhoud

Bedrijfswaarde

De onderhoudskosten die gehanteerd worden in de bedrijfswaarde berekeningen zijn bij Corporatie B en Corporatie C gebaseerd op gemiddelde onderhoudskosten van de woningcorporatie. Corporatie A hanteert ook gemiddelden voor alle woningtypen maar houdt rekening met het verloop van de exploitatie. Na een renovatie of oplevering van een nieuwbouwproject wordt er de eerste vijf jaar van de exploitatie geen planmatig onderhoud ingerekend en worden de kosten voor klacht- en mutatiekosten naar beneden bijgesteld. Na de eerste vijf exploitatiejaren worden standaard bedragen gehanteerd. In de laatste vijf jaar worden wederom geen planmatige onderhoudskosten ingerekend en de kosten voor klacht- en mutatiekosten naar beneden bijgesteld. Hierdoor heeft alleen Corporatie A een verschil in onderhoudskosten voor en na renovatie.

De onderhoudskosten verschillen bij de bedrijfswaarde berekeningen maximaal 134 euro per verhuureenheid per jaar wanneer de woningcorporaties met elkaar vergeleken worden.

Beleidswaarde

Corporatie A hanteert standaarden voor de onderhoudsnormen per woningtype gebaseerd op de VEX normen, Corporatie B hanteert de VEX onderhoudsnormen. Het toepassen van de VEX normen is overgenomen van externe taxateurs. Bij de mutatiekosten wordt onderscheid in de kosten per mutatie gemaakt tussen het scenario doorexploiteren en het scenario uitponden. Dit onderscheid is aangebracht omdat de verwachting is dat als een woning verkocht wordt er minder kosten gemaakt hoeven worden dan wanneer een woning opnieuw moet worden verhuurd. Op termijn wil Corporatie B de onderhoudskosten gaan bepalen aan de hand van een complex specifieke Meer Jaren Onderhoud Begroting (MJOB).

“Uiteindelijk willen we de onderhoudskosten bij de beleidswaarde berekeningen baseren op een complex specifieke MJOB. Op dit moment zijn er nog geen goede kaders waaraan een MJOB moet voldoen als een MJOB input is voor het afwegen van een investering. Met name het bepalen van de onderhoudsbehoefte van het scenario voor renovatie levert nog een te grote bandbreedte aan onderhoudsnormen op als de vraag uitgezet wordt in de organisatie. Zolang er nog geen goede kaders zijn wordt er terug gegrepen op de VEX normen en wordt er in het scenario voor renovatie (nog) geen rekening gehouden met de slechte onderhoudsstaat.” Corporatie B

Corporatie C baseert de onderhoudskosten altijd op basis van een MJOB. Aangezien van de projecten in dit onderzoek geen MJOB beschikbaar is, heeft Corporatie C ervoor gekozen voor de scenario's na ingreep de standaard onderhoudsnorm die ook gehanteerd wordt bij de bedrijfswaarde toe te passen. Bij de renovatie projecten is de onderhoudsnorm voor ingreep opgehoogd met 200 euro per verhuureenheid per jaar zodat rekening gehouden wordt met de slechte staat van het onderhoud van het complex.

“Normaal wordt op basis van een MJOB met een looptijd van 50 jaar de onderhoudskosten per VHE per jaar gedestilleerd. De looptijd van 50 jaar wordt aangehouden ongeacht de looptijd die in de boeken staat. Alleen bij geplande sloop wordt de MJOB aangepast”. Corporatie C

Corporatie D baseert de onderhoudskosten op basis van een MJOB of hanteert een standaard onderhoudsnorm van 1300 euro per verhuureenheid per jaar. Als er sprake is van een slechte onderhoudsstaat wordt deze norm met een onderbouwing opgehoogd naar 1500 euro. Aangezien van de projecten in dit onderzoek geen MJOB

beschikbaar is, hanteert Corporatie D bij de scenario's voor renovatie de verhoogde onderhoudsnorm van 1500 euro en bij het scenario na renovatie en de nieuwbouwprojecten de onderhoudsnorm van 1300 euro.

Marktwaaarde

Corporatie B, Corporatie C en Corporatie D bepalen de onderhoudsnormen bij de marktwaaarde aan de hand van de VEX normen. De kosten per mutatie verschillen. In het doorexploteerscenario hanteert Corporatie B 1250 euro per mutatie en Corporatie C 1245 euro per mutatie. In het uitpondscenario hanteert Corporatie B 625 euro per mutatie en Corporatie C 1300 euro per mutatie. Corporatie D hanteert geen separate mutatiekosten in het doorexploteer- en uitpondscenario.

Tabel 14: onderhoudskosten (euro per vhe per jaar/mutatie)

	Corporatie A			Corporatie B			Corporatie C			Corporatie D		
	Onderhoud	Mut. Doorexpl.	Mut. Uitponden	Onderhoud	Mut. Doorexpl.	Mut. Uitponden	Onderhoud	Mut. Doorexpl.	Mut. Uitponden	Onderhoud	Mut. Doorexpl.	Mut. Uitponden
Eengezinswoning bestaand												
Bedrijfswaarde	1.266	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	837	2291	0	760	1250	0	1.360	0	0	1.500	0	0
BLW uitponden	-	-	-	760	0	625	1.360	0	0	1.500	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	760	1250	0	760	1245	0	760	0	0
MW uitponden	-	-	-	760	0	625	760	0	1300	760	0	0
Eengezinswoning na renovatie												
Bedrijfswaarde	1.104	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	837	2291	0	821	1.250	0	1.160	0	0	1.300	0	0
BLW uitponden	-	-	-	821	0	625	1.160	0	0	1.300	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	821	1.250	0	821	1245	0	821	0	0
MW uitponden	-	-	-	821	0	625	821	0	1.300	821	0	0
Eengezinswoning nieuwbouw												
Bedrijfswaarde	1.198	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	765	2.291	0	907	1.250	0	1.160	0	0	1.300	0	0
BLW uitponden	-	-	-	907	0	625	1.160	0	0	1.300	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	907	1.250	0	907	1.245	0	907	0	0
MW uitponden	-	-	-	907	0	625	907	0	1300	907	0	0
Meergezinswoning bestaand												
Bedrijfswaarde	1.199	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	1.142	1.321	0	760	1.250	0	1.360	0	0	1.500	0	0
BLW uitponden	-	-	-	760	0	625	1.360	0	0	1.500	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	1.365	1.250	0	1.365	1.245	0	1.365	0	0
MW uitponden	-	-	-	1.365	0	625	1.365	0	1.300	1.365	0	0
Meergezinswoning na renovatie												
Bedrijfswaarde	1.104	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	1.142	1.321	0	760	1.250	0	1.160	0	0	1.300	0	0
BLW uitponden	-	-	-	760	0	625	1.160	0	0	1.300	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	1.365	1.250	0	1.365	1.245	0	1.365	0	0
MW uitponden	-	-	-	1.365	0	625	1.365	0	1.300	1.365	0	0
Meergezinswoning nieuwbouw												
Bedrijfswaarde	1.198	0	0	1.132	0	0	1.160	0	0	-	0	0
BLW doorexpl.	1.142	1.321	0	915	1.250	0	1.160	0	0	1.300	0	0
BLW uitponden	-	-	-	915	0	625	1.160	0	0	1.300	0	0
MW doorexpl.	-	-	-	915	1.250	0	915	1.245	0	915	0	0
MW uitponden	-	-	-	915	0	625	915	0	1.300	915	0	0

5.5.2.7 Beheerlasten, belastingen, verzekeringen

Bedrijfswaarde

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen dat gehanteerd wordt in de bedrijfswaarde berekeningen heeft een bandbreedte van 244 euro en is gebaseerd op gemiddelden van de woningcorporatie.

Beleidswaarde

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen dat gehanteerd wordt in de door exploitatie variant beleidswaarde berekeningen heeft een bandbreedte van 244 euro. Bij alle woningcorporaties zijn de bedragen gebaseerd op gemiddelden van de woningcorporaties.

Marktwaarde

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen dat gehanteerd wordt heeft een bandbreedte van 70 euro. Bij alle woningcorporaties zijn de bedragen gebaseerd op marktconforme normen die gebruikt worden door externe taxateurs.

Tabel 15: beheerkosten, belastingen en verzekeringen (euro per vhe per jaar)

	Beheerkosten per vhe	Belastingen, verzekeringen per vhe	Totaal vhe
Bedrijfswaarde			
Corporatie A	925	439	1364
Corporatie B	810	310	1120
Corporatie C	1180	0	1180
Corporatie D	-	-	-
Beleidswaarde doorexpluiten			
Corporatie A	925	439	1364
Corporatie B	810	310	1120
Corporatie C	1180	0	1180
Corporatie D	700	426	1126
Beleidswaarde uitpenden			
Corporatie A	-	-	-
Corporatie B	810	310	1120
Corporatie C	1180	0	1180
Corporatie D	700	426	1126
Marktwaarde doorexpluiten			
Corporatie A	-	-	-
Corporatie B	335	350	685
Corporatie C	362	383	745
Corporatie D	335	420	755
Marktwaarde uitpenden			
Corporatie A	-	-	-
Corporatie B	335	350	685
Corporatie C	362	383	745
Corporatie D	335	420	755

5.5.2.8 Restwaarde

Bedrijfswaarde

De restwaarde die gehanteerd wordt in de bedrijfswaarde berekeningen is bij alle woningcorporaties die deze waarderingsgrondslag gebruiken gelijk. De woningcorporaties nemen de restwaarde over die het WSW en het CFV voorschrijven van 5000 euro per woning aan het einde van de exploitatieperiode.

Beleidswaarde

Bij de beleidswaarde zijn er verschillen. Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C hanteren een Exit Yield na 15 jaar exploitatie. De woningcorporaties kiezen hiervoor omdat externe taxateurs die de marktwaarde bepalen deze methode gebruiken. Corporatie A is nog aan het onderzoeken hoe uiteindelijk de restwaarde bepaald gaat worden en hanteert vooralsnog Exit Yields die niet project specifiek zijn gebaseerd op standaarden uit de markt. Corporatie C rekent ook met standaard Exit Yields die gebaseerd zijn op gemiddelden uit de Aedex portefeuille. Corporatie B rekent de Exit Yield project specifiek uit door de waarde van het complex te bepalen in jaar 15 door de exploitatie op de achtergrond in het rekenmodel met 50 jaar te verlengen. De kasstromen van deze verlenging worden contant gemaakt naar jaar 15 en gedeeld door de huuropbrengsten in jaar 15 om de Exit Yield te bepalen. Deze methode is overgenomen van een externe taxateur.

Alle drie de woningcorporaties geven aan dat het moeilijk is om een goede Exit Yield te bepalen bij het scenario voor renovatie (inbrengwaarde) als er sprake is van achterstallig onderhoud.

Wat opvalt is dat de Exit Yield bij het scenario doorexploiteren bij Corporatie C hoger is dan bij het scenario uitpanden. Bij Corporatie B is dit andersom. Corporatie C verklaart dit omdat de woningmarkten waar deze twee woningcorporaties actief in zijn sterk verschillen. De verkoopprijzen in de woningmarkt van Corporatie C zijn aanzienlijk lager dan die van Corporatie B waardoor in de regel woningen verhuren meer oplevert dan verkopen. Corporatie D hanteert geen exploitatie van 15 jaar met een Exit Yield maar hanteert de verwachte levensduur van het complex met een restwaarde van 5000 euro conform het WSW. Net als bij het WSW is de aanname dat wanneer de exploitatieperiode afloopt, de exploitatie ook daadwerkelijk stopt en de restwaarde alleen bestaat uit de grondwaarde verminderd met de sloopkosten.

Marktwaaarde

Bij de marktwaaarde hanteren Corporatie B en Corporatie C dezelfde methodiek en Exit Yields als bij de beleidswaaarde. Corporatie D hanteert bij de marktwaaarde geen restwaaarde omdat gekozen is voor een doorlopende exploitatie door het hanteren van een exploitatieduur van 100 jaar zonder restwaaarde. Hier heeft Corporatie D voor gekozen omdat het uitgangspunt van een Exit Yield een oneindige exploitatie is en deze wordt benaderd door een exploitatieperiode te handhaven van 100 jaar zonder restwaaarde.

Tabel 16: restwaaarde, Exit Yield of bedrag per vhe

Restwaaarde / Exit Yield	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
Bedrijfswaaarde				
Alle scenario's	5000	5000	5000	-
Beleidswaaarde doorexplaiteren				
EGW bestaande situatie	8,00%	6,70%	8,50%	5000
EGW na renovatie	8,00%	6,09%	8,50%	5000
EGW nieuwbouw	8,00%	5,10%	6,50%	5000
MGW bestaande situatie	8,00%	7,47%	8,50%	5000
MGW na renovatie	6,50%	7,39%	8,50%	5000
MGW nieuwbouw	6,50%	6,77%	6,50%	5000
Beleidswaaarde uitponden				
EGW bestaande situatie	-	7,53%	7,00%	5000
EGW na renovatie	-	7,46%	7,00%	5000
EGW nieuwbouw	-	6,30%	6,00%	5000
MGW bestaande situatie	-	8,08%	7,00%	5000
MGW na renovatie	-	8,44%	7,00%	5000
MGW nieuwbouw	-	7,26%	6,00%	5000
Marktwaaarde doorexplaiteren				
EGW bestaande situatie	-	6,70%	8,50%	0
EGW na renovatie	-	6,09%	8,50%	0
EGW nieuwbouw	-	5,10%	6,50%	0
MGW bestaande situatie	-	7,47%	8,50%	0
MGW na renovatie	-	7,39%	8,50%	0
MGW nieuwbouw	-	6,77%	6,50%	0
Marktwaaarde uitponden				
EGW bestaande situatie	-	7,53%	7,00%	0
EGW na renovatie	-	7,46%	7,00%	0
EGW nieuwbouw	-	6,30%	6,00%	0
MGW bestaande situatie	-	8,08%	7,00%	0
MGW na renovatie	-	8,44%	7,00%	0
MGW nieuwbouw	-	7,26%	6,00%	0

5.5.2.9 Overig

De woningcorporaties hanteren naast de huurindex ook indexen voor de kosten. De indexen die hiervoor gebruikt worden zijn onder andere de onderhoudskostenindex, loonkostenindex en inflatie. De effecten van deze indexen op de uitkomsten zijn minimaal en worden daarom niet specifiek behandeld in dit onderzoek.

5.5.2.10 Samenvatting invulling parameters DCF-methode

In deze paragraaf worden de onderzoeksresultaten van de invulling van de parameters van de DCF-methode samengevat. De invulling van de parameters door de woningcorporaties zijn uitgewerkt en vergeleken. Er zijn parameters die bij alle projecten hetzelfde ingevuld worden en parameters die project specifiek zijn. Per waarderingsgrondslag is inzichtelijk gemaakt hoe de woningcorporaties de parameters vullen met betrekking tot de specifieke investeringsprojecten die uiteengezet zijn in paragraaf 4.2.

Gebleken is dat bij de invulling van parameters bij de waarderingsgrondslag bedrijfswaarde en marktwaarde, de verschillen tussen de woningcorporaties relatief kleiner zijn dan het geval is bij de waarderingsgrondslag beleidswaarde. De uitkomsten worden daarom per waarderingsgrondslag hieronder weergegeven.

Bedrijfswaarde (Corporatie A, Corporatie B, Corporatie C)

De exploitatieduur is bij alle woningcorporaties gekoppeld aan het einde exploitatiejaar dat in de boeken staat met een restwaarde van 5000 euro per verhuureenheid conform het WSW.

De disconteringsvoet is bij alle woningcorporaties 5,25% conform het WSW.

De huurindex heeft een bandbreedte van 1,5% op de lange termijn (>5 jaar) omdat de woningcorporaties andere bronnen hanteren en andere keuzes maken in het huurbeleid.

De mutatiegraden hebben bij renovatieprojecten een bandbreedte van 2% en bij nieuwbouwprojecten 5%. De verschillen ontstaan doordat woningcorporaties kiezen voor standaarden, historische cijfers of inschattingen.

De verhuurdersheffing wordt bij één woningcorporatie niet ingerekend als permanente maatregel omdat het rekenmodel nog niet aangepast is.

De kosten voor onderhoud hebben een bandbreedte van 134 euro per verhuureenheid per jaar, de bedragen zijn gebaseerd op de kosten op woningcorporatieniveau.

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen heeft een bandbreedte van 244 euro per verhuureenheid per jaar, ook dit totaal is gebaseerd op de kosten op woningcorporatieniveau.

Beleidswaarde (alle woningcorporaties)

De exploitatieduur is bij Corporatie D gekoppeld aan het einde exploitatiejaar dat in de boeken staat of deze wordt bijgesteld als het boekjaar niet overeenkomt met de technische staat van het complex. Deze methode is gekoppeld aan een restwaarde van 5000 euro per verhuureenheid conform het WSW. De overige woningcorporaties hanteren een exploitatieduur van 15 jaar gekoppeld aan een Exit Yield als restwaarde. Deze methode hebben de woningcorporaties overgenomen van externe taxateurs. Vooralsnog gaat de voorkeur uit voor Corporatie D voor het beredeneren van een realistische exploitatieduur met een restwaarde per verhuureenheid. Een argument van Corporatie D om (nog) niet over te stappen naar exploitatieduur van 15 jaar met een Exit Yield is dat de Exit Yield een abstract begrip is en moeilijk te begrijpen zonder specifieke kennis. Een beredeneerde exploitatieduur met een restwaarde per verhuureenheid wordt minder abstract ervaren. Daarnaast stelt Corporatie D net als de andere woningcorporaties dat het lastig is om een Exit Yield te bepalen, zeker als er sprake is van achterstallig onderhoud.

De disconteringsvoet heeft een bandbreedte van 5,56%; deze verschillen ontstaan doordat de woningcorporaties de disconteringsvoet anders opbouwen. Er wordt gekozen om te verdisconteren tegen de WACC zonder opslagen, de WACC met risico opslagen en tegen een marktconforme disconteringsvoet.

De huurindex heeft een bandbreedte van 0,5% op de lange termijn (>5 jaar) omdat de woningcorporaties andere bronnen hanteren voor het bepalen van de huurindex.

De mutatiegraden kennen bij renovatieprojecten een bandbreedte van 2,6% en bij nieuwbouwprojecten 4,6%. De verschillen ontstaan doordat woningcorporaties net als bij de bedrijfswaarde kiezen voor standaarden, historische cijfers of inschattingen.

De verhuurdersheffing wordt als permanente en als tijdelijke maatregel doorgerekend. De woningcorporaties die de verhuurdersheffing als tijdelijke maatregel doorrekenen verhogen de disconteringsvoet met 0,2%.

De onderhoudskosten verschillen sterk, onderhoudskosten worden gebaseerd op gemiddelden, VEX-normen en MJOB. De woningcorporaties die voor gemiddelden en VEX-normen kiezen, passen (nog) geen project specifieke MJOB toe omdat er onvoldoende kaders zijn voor het maken van een MJOB voor het bepalen van de inbrengwaarde bij renovatieprojecten.

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen heeft een bandbreedte van 244 euro per verhuureenheid per jaar, dit totaal is gebaseerd op de kosten op woningcorporatieniveau net zoals bij de bedrijfswaarde.

Marktwaarde (Corporatie B, Corporatie C, Corporatie D)

De exploitatieduur is bij Corporatie D 100 jaar zonder restwaarde. De andere woningcorporaties hanteren 15 jaar met een restwaarde die is gebaseerd op een Exit Yield. Deze methode hebben de woningcorporaties overgenomen van externe taxateurs.

De (marktconforme) disconteringsvoet is ongeveer gelijk en kent een bandbreedte van circa 0,4%.

De huurindex heeft een bandbreedte van 0,1% op de lange termijn (>5 jaar). Deze methode hebben de woningcorporaties overgenomen van externe taxateurs.

De mutatiegraden kennen bij renovatieprojecten een bandbreedte van 1,7% en bij nieuwbouwprojecten 5%. Deze verschillen ontstaan doordat woningcorporaties na renovatie dezelfde mutatiegraden aanhouden en er met standaarden wordt gerekend. Bij nieuwbouwprojecten ontstaan de verschillen doordat er andere standaarden gehanteerd worden.

De verhuurdersheffing wordt als tijdelijke maatregel ingerekend bij alle woningcorporaties. De woningcorporaties die de verhuurdersheffing als tijdelijke maatregel doorrekenen verhogen de disconteringsvoet met 0,2%.

De planmatige onderhoudskosten zijn gebaseerd op VEX-normen bij alle woningcorporaties. De mutatiekosten verschillen per woningcorporatie.

Het totaal aan beheerlasten, belastingen en verzekeringen dat gehanteerd wordt in de marktwaarde berekeningen heeft een bandbreedte van 70 euro.

5.5.3 Uitkomsten investeringsprojecten

Om een vergelijkend onderzoek mogelijk te maken zijn de uitkomsten (paragraaf 5.5.3) van de berekeningen van de investeringsprojecten op basis van de DCF-methode gepresenteerd op NCW en IRR. Daarnaast zijn ook de BAR en NAR berekend van de investeringsprojecten.

De vier investeringsscenario's zijn doorgerekend in het rekenmodel om de effecten zichtbaar te maken van de toepassing van de kwantitatieve methoden en technieken op de besluitvorming. Hiervoor is een rekenmodel gemaakt waarin de projecten op basis van de methoden en technieken per woningcorporatie doorgerekend en afgewogen kunnen worden. Er is voor één rekenmodel gekozen om te waarborgen dat alle scenario's eenduidig doorgerekend worden en om op deze wijze een vergelijk mogelijk te maken.

Van alle scenario's uit paragraaf 4.2 is de NCW, IRR, BAR en NAR berekend van de waarderingsgrondslagen die de woningcorporaties gebruiken. In deze paragraaf worden de uitkomsten per waarderingsgrondslag gepresenteerd aan de hand van het renovatieproject eengezinswoningen. De uitkomsten van de andere projecten worden gepresenteerd in bijlage III.

Er is voor presentatie van de uitkomsten aan de hand van een renovatieproject gekozen omdat bij de renovatieprojecten niet alleen sprake is van de exploitatie na oplevering maar ook van een bestaand scenario dat een waarde vertegenwoordigt. Dit is de inbrengwaarde. Bij nieuwbouwprojecten is er alleen een scenario na oplevering. Afwijkende uitkomsten die niet tot uiting komen bij het renovatieproject eengezinswoning maar wel bij de andere projecten worden toegelicht.

De uitkomsten op bedrijfswaarde worden gepresenteerd op basis van doorexploiteren; de exploitatievariant uitponden wordt niet door de woningcorporaties toegepast zoals uiteengezet in paragraaf 5.3. Bij de uitkomsten op beleidswaarde worden alleen de uitkomsten gepresenteerd op basis van de variant doorexploiteren. Hieraan ligt ten grondslag dat het uitgangspunt van de projecten in dit onderzoek is dat de woningen na oplevering sociaal verhuurd gaan worden en niet worden uitgepond. De uitpond variant is voor de volledigheid bijgevoegd in bijlage III (paragraaf 8.3.1). De uitkomsten op marktwaarde worden gepresenteerd op basis van de variant doorexploiteren en de variant uitponden. De marktwaarde is namelijk de variant met de hoogste waarde. Dat is de prijs die de markt maximaal bereid is te betalen voor het object.

De tabellen (18, 21, 24, 25) en grafieken (3, 4, 5) die worden gepresenteerd in deze paragraaf geven inzicht in uitkomsten op NCW per verhuureenheid. In de tabellen en grafieken is het resultaat op basis van NCW weergegeven in de kolom/reeks Resultaat NCW. Het resultaat NCW is een optelling van de kolommen/reeksen: inbrengwaarde, investering en NCW na oplevering totaal. De kolom/reeks NCW na oplevering is een optelling van de NCW; Verhuur, verkoop, onderhoud, beheer, belastingen en verzekeringen, heffingen, investeringen en de restwaarde.

5.5.3.1 Bedrijfswaarde

Netto Contante Waarden

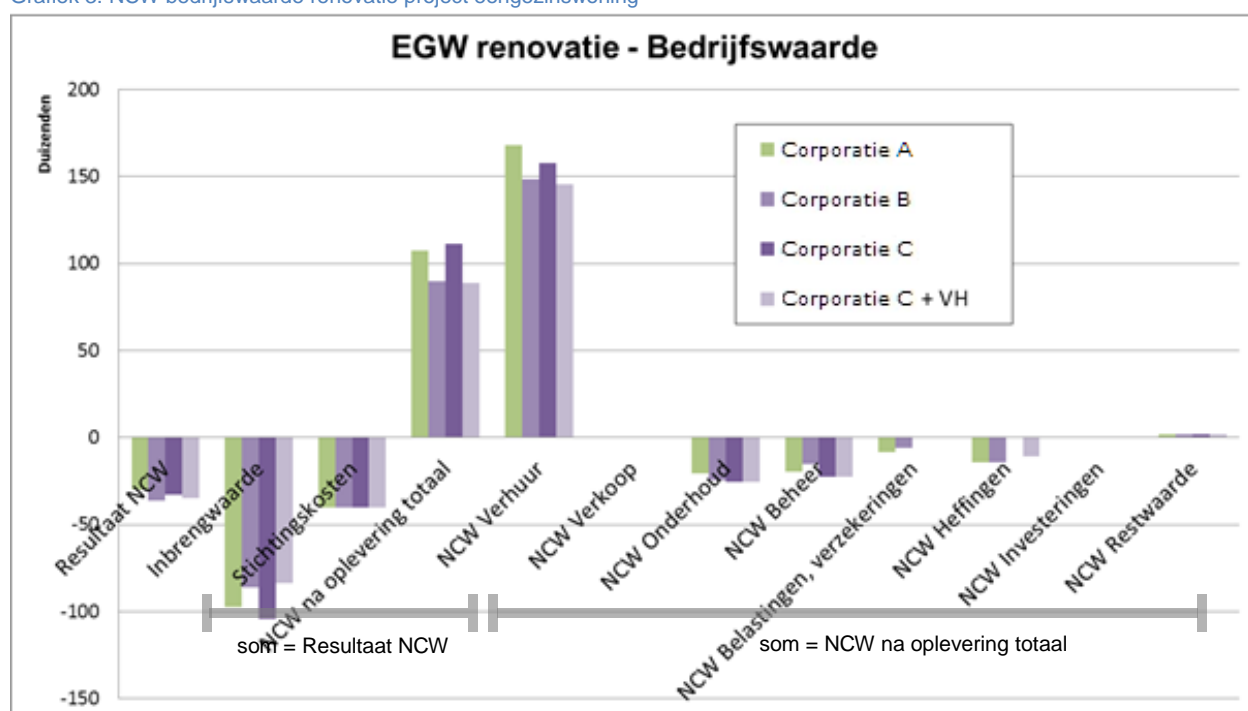
Het resultaat op basis van NCW heeft een bandbreedte van 6 duizend euro. De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) heeft een bandbreedte van 18 duizend euro. De NCW waarde na renovatie heeft een bandbreedte van 22 duizend euro.

De onderdelen die grotendeels deze verschillen verklaren zijn de huurindex die de woningcorporaties op de lange termijn hanteren: Corporatie A 3,5%, Corporatie C 2% en Corporatie B 2,5%. Doordat Corporatie C de verhuurdersheffing niet doorrekent in de bedrijfswaarde berekeningen heeft Corporatie C de hoogste waarde voor en na ingreep. Als Corporatie C de verhuurdersheffing op dezelfde manier zou doorvoeren in de berekeningen daalt de waarde voor renovatie met 21 duizend en na renovatie met 23 duizend euro en heeft dan dus niet meer de hoogste waarden van de woningcorporaties.

Tabel 17: NCW bedrijfswaarde renovatie project eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-30	-97	-40	107	168	0	-21	-20	-8	-14	0	2
Corporatie B	-36	-86	-40	90	149	0	-25	-15	-6	-14	0	2
Corporatie C	-33	-104	-40	112	158	0	-25	-23	0	0	0	2
Corporatie C +VH	-35	-83	-40	89	146	0	-25	-23	0	-11	0	2

Grafiek 3: NCW bedrijfswaarde renovatie project eengezinswoning



IRR

De IRR heeft een bandbreedte van maximaal 0,63%. De verschillen zijn klein doordat de disconteringsvoet die gehanteerd is bij het bepalen van de inbrengwaarde gelijk is. Corporatie A heeft de hoogste IRR doordat Corporatie A hogere onderhoudslasten doorrekent in het scenario voor renovatie dan in het scenario na renovatie.

Tabel 18: IRR bedrijfswaarde

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie C + VH
IRR	3,32%	2,69%	3,16%	2,94%

BAR, NAR

De bandbreedte van de BAR is 0,11% en de NAR 0,65%. De verschillen zijn klein doordat de afwijkingen in de parameters die onderdeel zijn van de BAR en NAR berekeningen in jaar één van de exploitatie beperkt zijn.

Tabel 19: BAR, NAR bedrijfswaarde

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie C + VH
BAR	5,21%	5,29%	5,32%	5,26%
NAR	2,93%	3,19%	3,58%	3,08%

5.5.3.2 Beleidswaarde

Netto Contante Waarde (NCW)

Het resultaat op basis van NCW heeft een bandbreedte van 7 duizend euro.

De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) heeft een bandbreedte van 77 duizend euro. De NCW waarde na renovatie heeft een bandbreedte van 71 duizend euro.

De bandbreedte van het resultaat op NCW is met 7 duizend euro beperkt. De bandbreedte van NCW voor en na renovatie is aanzienlijk.

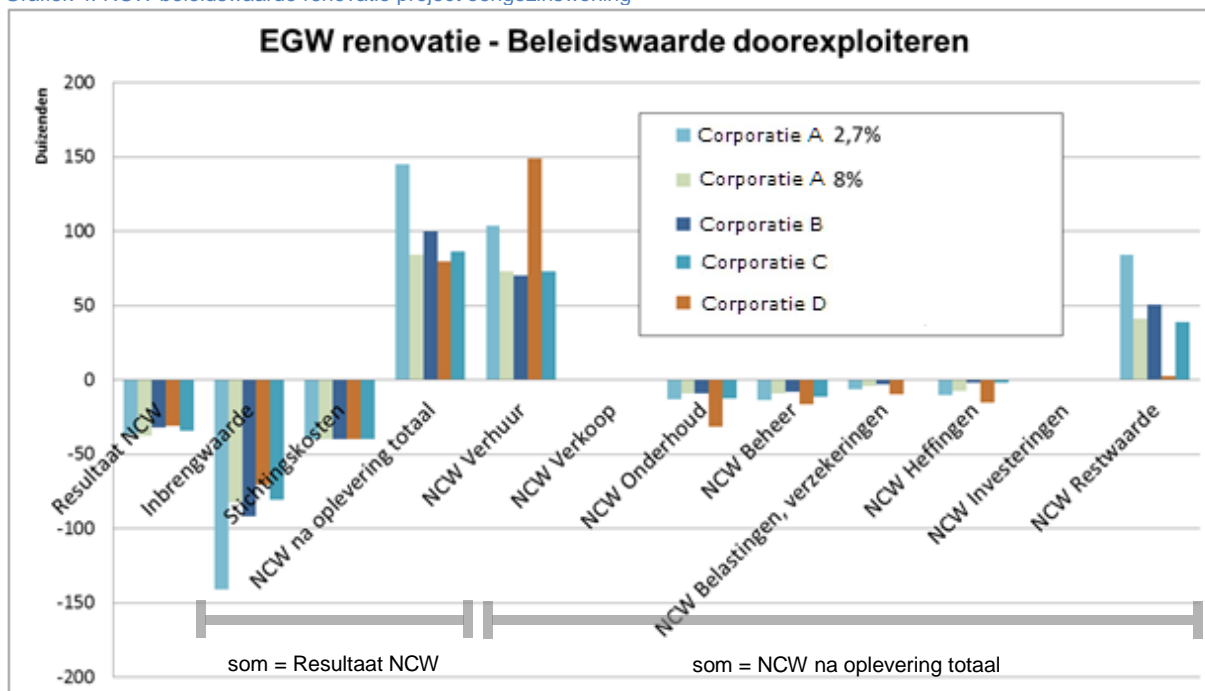
Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C hanteren dezelfde exploitatieduur van 15 jaar met een Exit Yield. De grote bandbreedte van het resultaat op NCW voor en na renovatie bij de woningcorporaties is grotendeels te verklaren doordat Corporatie A een disconteringsvoet van 2,7% hanteert. Corporatie B en Corporatie C hanteren een disconteringsvoet van circa 8%. Als Corporatie A ook een disconteringsvoet zou hanteren van 8% is de NCW voor renovatie circa 82 duizend euro en na renovatie circa 84 duizend euro. De bandbreedte van de NCW voor renovatie (inbrengwaarde) daalt dan naar 14 duizend euro voor renovatie en 45 duizend euro na renovatie (totaal exploitatie).

Wanneer een disconteringsvoet van 8% in het rekenmodel wordt doorgevoerd bij Corporatie A is verder vergelijk met Corporatie B en Corporatie C mogelijk. Dan wordt zichtbaar dat de NCW van Corporatie B circa 12 duizend euro hoger ligt dan de NCW van de restwaarde bij Corporatie A en Corporatie C. De restwaarde van Corporatie B is gebaseerd op een project specifieke Exit Yield en die van Corporatie A en Corporatie C op standaarden. Doordat Corporatie D een andere exploitatieduur, restwaardemethodiek en disconteringsvoet hanteert als de andere woningcorporaties is het niet mogelijk om het eindresultaat van Corporatie D te vergelijken met de andere woningcorporaties. Alleen de disconteringsvoet aanpassen biedt hier geen oplossing om verder vergelijk mogelijk te maken. Als de disconteringsvoet wordt aangepast moet namelijk ook de exploitatietermijn die Corporatie D hanteert voor renovatie (28 jaar) en na renovatie (30 jaar) naar 15 jaar worden bijgesteld. Als de exploitatietermijn naar 15 jaar wordt aangepast is het onlogisch om de restwaarde te blijven baseren op 5 duizend euro per woning en niet te rekenen met bijvoorbeeld een Exit Yield.

Tabel 20: NCW beleidswaarde renovatie project eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investeringen	Restwaarde
Corporatie A 2,7%	-36	-147	-40	151	106	0	-13	-13	-6	-10	0	87
Corporatie A 8%	-38	-82	-40	84	73	0	-9	-9	-4	-7	0	41
Corporatie B	-33	-96	-40	104	72	0	-9	-8	-3	-2	0	53
Corporatie C	-34	-88	-40	94	77	0	-12	-12	0	-2	0	43
Corporatie D	-31	-70	-40	80	149	0	-31	-16	-10	-15	0	2

Grafiek 4: NCW beleidswaarde renovatie project eengezinswoning



IRR

De IRR van Corporatie B (5,42%) en Corporatie C (4,64%) verschilt circa 0,7%. De disconteringsvoet die gehanteerd wordt bij het inbrengscenario is ongeveer gelijk (circa 8%). De disconteringsvoet die woningcorporaties hanteren voor het bepalen van de IRR heeft hierdoor een beperkte invloed op de IRR van het project. Het verschil is grotendeels te verklaren doordat Corporatie B bij de inbrengwaarde een lagere Exit Yield hanteert als bij het scenario na renovatie; bij Corporatie C is de Exit Yield voor en na de renovatie gelijk. De IRR van Corporatie D (2,26%) en Corporatie A (0,83%) zijn aanzienlijk lager doordat de disconteringsvoet die gehanteerd wordt voor het bepalen van inbrengwaarde bij Corporatie D (4,66%) en Corporatie A (2,7%) lager is. Hieruit kan afgeleid worden dat relatief het verschil van de kasstromen na renovatie afgezet tegen de inbrengwaarde bij Corporatie D groter is dan bij Corporatie A. Welke parameter(s) in de DCF-methode dit verschil verklaren is niet vast te stellen omdat Corporatie D naast een andere disconteringsvoet ook een andere exploitatieduur en restwaardemethodiek hanteert als Corporatie A.

Tabel 21: IRR beleidswaarde

	Corporatie A 2,7%	Corporatie A 8%	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	0,90%	4,52%	5,48%	4,99%	2,49%

BAR, NAR

De bandbreedte van de BAR is 0,24% en de NAR 0,42%. De verschillen zijn klein doordat de afwijkingen in de parameters die onderdeel zijn van de BAR en NAR berekeningen in jaar één van de exploitatie beperkt zijn.

Tabel 22: BAR, NAR beleidswaarde

	Corporatie A 2,7%	Corporatie A 8%	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
BAR	5,19%	5,19%	5,29%	5,43%	5,21%
NAR	3,03%	3,03%	3,36%	3,20%	2,94%

5.5.3.3 Marktwaarde

Netto Contante Waarde (NCW)

Het resultaat op basis van NCW heeft bij het doorexploiteerscenario een bandbreedte van 4 duizend euro en bij het uitpondscenario 11 duizend euro.

De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) heeft bij doorexploteeren en uitponden een bandbreedte van 9 duizend euro. De NCW waarde na renovatie heeft bij het doorexploteerscenario een bandbreedte van 13 duizend euro en bij het uitpondscenario 7 duizend euro.

Corporatie B en Corporatie C hanteren een exploitatieduur van 15 jaar met een Exit Yield. Het verschil van 11 duizend euro in NCW bij deze woningcorporaties in het uitpondscenario na renovatie is grotendeels te verklaren doordat Corporatie B (6,09%) een lager Exit Yield hanteert als Corporatie C (8,5%) .

Doordat Corporatie D een andere exploitatieduur (100 jaar) en restwaardemethodiek (geen restwaarde) hanteert als de andere woningcorporaties, is het niet mogelijk om het eindresultaat van Corporatie D te vergelijken met de andere woningcorporaties.

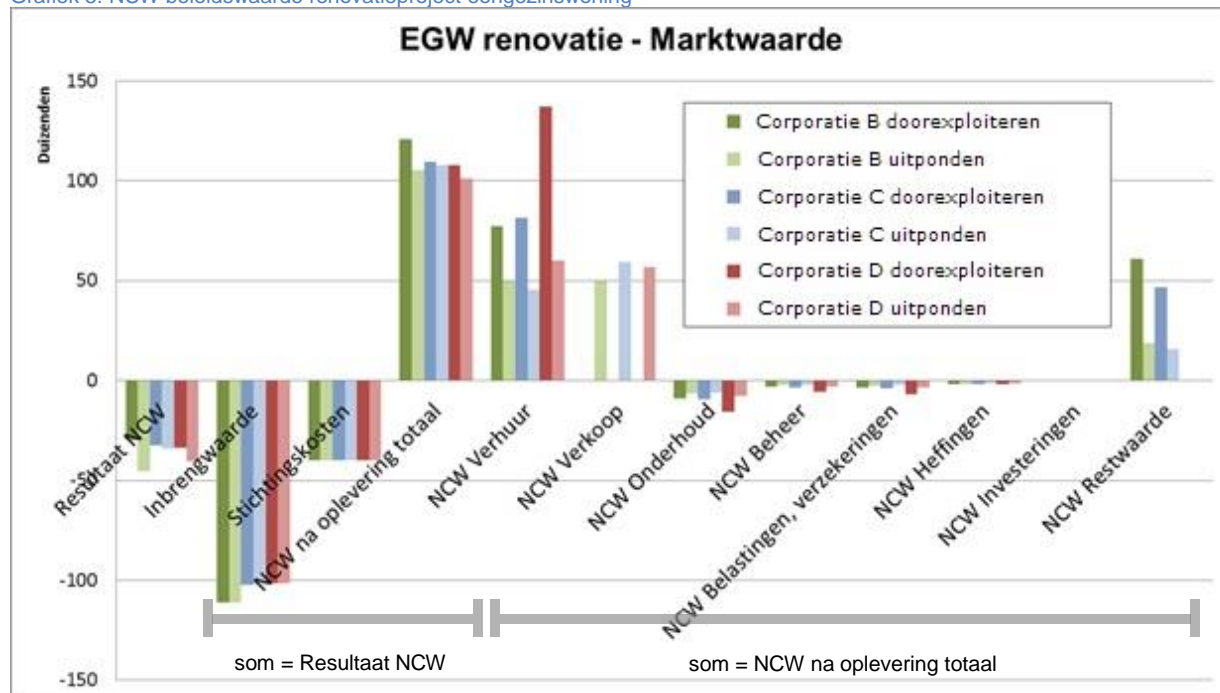
Tabel 23: NCW marktwaarde renovatie doorexploteeren renovatieproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-30	-111	-40	121	77	0	-9	-3	-3	-2	0	61
Corporatie C	-32	-102	-40	110	81	0	-9	-4	-4	-2	0	47
Corporatie D	-34	-102	-40	108	137	0	-16	-5	-7	-2	0	0

Tabel 24: NCW marktwaarde renovatie uitponden renovatieproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-45	-111	-40	106	50	50	-6	-2	-2	-2	0	19
Corporatie C	-34	-102	-40	108	45	59	-6	-2	-2	-2	0	16
Corporatie D	-40	-102	-40	101	60	57	-8	-3	-4	-2	0	0

Grafiek 5: NCW beleidswaarde renovatieproject eengezinswoning



IRR

De IRR van Corporatie B (5,95%) en Corporatie C (5,41%) van het scenario doorexpluiteren na oplevering verschilt circa 0,5%. Dit verschil is grotendeels te verklaren doordat bij Corporatie B de Exit Yield voor renovatie 6,7% is en na renovatie 6,09% en bij Corporatie C voor en na renovatie 8,5%.

De IRR van Corporatie B (3,45%) en Corporatie C (4,11%) van het scenario uitponden na oplevering verschilt circa 0,6%. Dit verschil is grotendeels te verklaren doordat de inbrengwaarde bij beide woningcorporaties gebaseerd is op doorexpluiteren. De inbrengwaarde van Corporatie B (111 duizend) is hoger dan de inbrengwaarde van Corporatie C (102 duizend), hoofdzakelijk omdat de Exit Yield die Corporatie B hanteert (6,7%) lager is dan de Exit Yield die Corporatie C hanteert (8,5%). Bij het scenario uitponden heeft de restwaarde relatief minder invloed op de waarde van de exploitatie na oplevering. Hierdoor wordt het verschil tussen de inbrengwaarde en de waarde na oplevering relatief minder groot bij Corporatie B dan bij Corporatie C met als gevolg een lagere IRR voor Corporatie B.

De IRR is bij Corporatie D bij het doorexpluiterenscenario en uitpondscenario hoger dan bij Corporatie B en Corporatie C. Dit verschil verklaren is niet mogelijk omdat Corporatie D naast een andere disconteringsvoet ook een andere exploitatieduur en restwaardemethodiek hanteert als Corporatie B en Corporatie C.

Tabel 25: IRR marktwaarde renovatieproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR doorexpluiteren	5,95%	5,41%	6,56%
IRR uitponden	3,45%	4,11%	5,02%

BAR, NAR

Bij het doorexploiteerscenario is de bandbreedte van de BAR 0,39% en de NAR 0,28%. Bij het uitpondscenario is de bandbreedte van de BAR 0,38% en de NAR 0,25%.

De verschillen bij beide scenario's zijn klein doordat de afwijkingen in de parameters die onderdeel zijn van de BAR en NAR berekeningen in jaar één van de exploitatie beperkt zijn.

Tabel 26: BAR, NAR marktwaarde renovatieproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
BAR doorexploiteren	5,30%	5,47%	5,69%
BAR uitponden	5,19%	5,32%	5,57%
NAR doorexploiteren	3,68%	3,78%	3,96%
NAR uitponden	3,59%	3,62%	3,84%

5.5.3.4 Samenvatting uitkomsten investeringsprojecten

Om een vergelijkend onderzoek mogelijk te maken zijn de uitkomsten van de berekeningen van de investeringsprojecten op basis van de DCF-methode gepresenteerd op NCW en IRR. De BAR en NAR van de investeringsprojecten zijn ook berekend. Ongeacht of deze standaard onderdeel uitmaken van de investeringsafweging van de onderzochte woningcorporaties. De berekeningen zijn uitgevoerd rekening houdend met de waarderingsgrondslagen die door de betreffende woningcorporaties worden gehanteerd (aangezien de data niet aangeleverd is). De uitkomsten van de berekeningen van de investeringsprojecten van de woningcorporaties zijn uitgewerkt en vergeleken. Hieronder een samenvatting van de onderzoeksresultaten per waarderingsgrondslag waarmee de uitkomsten van woningcorporaties met betrekking tot de specifieke investeringsprojecten inzichtelijk zijn gemaakt.

Gebleken is dat bij de uitkomsten van de berekeningen bij de waarderingsgrondslag bedrijfswaarde en marktwaarde, de verschillen tussen de woningcorporaties relatief kleiner zijn dan het geval is bij de waarderingsgrondslag beleidswaarde.

Bedrijfswaarde (Corporatie A, Corporatie B, Corporatie C)

De bandbreedte van het resultaat op NCW is 6 duizend euro en op basis van IRR 0,63%. De bandbreedte van het resultaat op BAR betreft 0,11% en op NAR 0,65%.

De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) heeft een bandbreedte van 18 duizend euro. De NCW waarde na renovatie heeft een bandbreedte van 22 duizend euro.

De verschillen in de NCW voor en na renovatie zijn grotendeels te verklaren doordat de woningcorporaties; andere huurindexen gebruiken en één woningcorporatie (nog) geen permanente verhuurdersheffing heeft opgenomen in het rekenmodel.

Beleidswaarde (alle woningcorporaties)

De bandbreedte van het resultaat op NCW is 7 duizend euro en op basis van IRR 4,58%. De bandbreedte van het resultaat op BAR betreft 0,22% en op NAR 0,42%.

De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) heeft een bandbreedte van 77 duizend euro. De NCW waarde na renovatie heeft een bandbreedte van 71 duizend euro.

De verschillen voor en na renovatie in NCW zijn grotendeels te verklaren bij de woningcorporaties (Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C) die uitgaan van een exploitatie van 15 jaar met een Exit Yield doordat de gehanteerde disconteringsvoet en Exit Yield verschilt.

Corporatie D hanteert een andere exploitatieduur en een andere restwaardemethode waardoor het wel mogelijk is om de uitkomsten te vergelijken maar niet de onderdelen waaruit de uitkomsten zijn opgebouwd.

Marktwaarde (Corporatie B, Corporatie C, Corporatie D)

De bandbreedte van het resultaat op NCW bij doorexploiteren is 4 duizend euro en op basis van IRR 1,15%. De bandbreedte van het resultaat op BAR bij doorexploiteren betreft 0,39% en op NAR 0,28%.

De NCW waarde voor renovatie (inbrengwaarde) bij doorexploiteren heeft een bandbreedte van 9 duizend euro.

De NCW waarde na renovatie bij doorexploiteren heeft een bandbreedte van 13 duizend euro.

De bandbreedte van het resultaat op NCW bij uitponen is 11 duizend euro en op basis van IRR 1,57%. De bandbreedte van het resultaat op BAR bij uitponen betreft 0,38% en op NAR 0,25%.

De NCW voor renovatie (inbrengwaarde) bij uitponen heeft een bandbreedte van 9 duizend euro. De NCW waarde na renovatie bij uitponen heeft een bandbreedte van 5 duizend euro.

5.6 Besluitvorming investeringsprojecten

De inventarisatie van de methoden en technieken en de uitkomsten uit het rekenmodel zijn gepresenteerd in een expertsessie waarbij alle betrokken woningcorporaties waren vertegenwoordigd. Het vertrekpunt van de survey is gevormd door de uitkomsten van de berekeningen van de vier uitgewerkte investeringsprojecten afgezet tegen de kwantitatieve afwegingskaders die de woningcorporaties hanteren. De opzet van de survey is toegevoegd in bijlage II.

In deze paragraaf komen de bevindingen vanuit de survey aan bod. Het uitgangspunt van de vragenlijsten zijn de uitkomsten van de rekenmethoden van de woningcorporatie per project afgezet tegen de afwegingskaders van de woningcorporatie. Zoals gepresenteerd in de tabellen 28 t/m 31.

Per project wordt in deze paragraaf beschreven hoe de woningcorporaties zouden besluiten op basis van de gepresenteerde uitkomsten afgezet tegen de afwegingskaders. In paragraaf 5.6.5. worden de uitkomsten samengevat en ook weergegeven door middel van tabel 32.

De tabellen 28 t/m 31 geven de afwegingskaders weer die de woningcorporaties zouden gebruiken voor het afwegen van het renovatieproject eengezinswoning gekoppeld aan de uitkomsten van de rekenmethoden zoals uiteengezet in paragraaf 5.5. De genoemde bedragen in de tabellen zijn per verhuureenheid in euro's. Verschillen in de bedragen en percentages tussen de drie kolommen aan de rechterkant van de tabellen worden veroorzaakt door het verschil in streefhuur bij het scenario voor renovatie dat als inbrengwaarde dient (bovenste rij) en de streefhuur na ingreep (tweede rij).

De aanpassing van de streefhuur heeft alleen invloed op de bedrijfswaarde en de beleidswaarde. De marktwaarde is altijd gebaseerd op de markthuur die per scenario bepaald is (zie paragraaf 4.2).

De afwegingskaders en de uitkomsten van de andere investeringsprojecten zijn toegevoegd in bijlage IV.

Tabel 27: afwegingskaders Corporatie A renovatieproject eengezinswoning

Corporatie A				€ 618	€ 710	€ 618
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top maximaal	€ -36.000	kernindicator	€ -31.050	€ -30.058	€ -18.137
2. Beleidswaarde	Minimale rendementseis (IRR)	2,7%	signaal	0,83%	0,90%	1,15%

Tabel 28: afwegingskaders Corporatie B renovatieproject eengezinswoning

Corporatie B				€ 618	€ 710	€ 618
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabel renovatie / sloop-nieuwbouw (1.000 per jaar)	€ -30.000	kernindicator	€ -35.456	€ -36.205	€ -29.901
2. Beleidswaarde	Renovatie en sloop-nieuwbouw DAEB (WACC - 1%)	2,20%	kernindicator	5,42%	5,48%	5,81%
3. Marktwaarde	IRR Renovatie en sloop-nieuwbouw (Marktconform - 5,5%)	2,52%	kernindicator	5,95%	5,95%	5,95%
4. Marktwaarde	Marktwaarde-leegwaarde ratio renovatie	65,0%	kernindicator	83,85%	83,85%	83,85%

Tabel 29: afwegingskaders Corporatie C renovatieproject eengezinswoning

Corporatie C				€ 618	€ 710	€ 618
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top bedrijfswaarde volgens Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)		signaal	€ -33.638	€ -32.799	€ -21.829
2. Beleidswaarde	IRR beleidswaarde doorexpluiten	3,6%	kernindicator	4,74%	4,99%	5,55%
3. Marktwaaarde	IRR marktwaaarde in verhuurde staat	5,20%	kernindicator	5,38%	5,38%	5,38%
4. Marktwaaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep		kernindicator	€ 4.869	€ 4.869	€ 4.869
5. Marktwaaarde	Marktwaaarde na ingreep > marktwaaarde voor ingreep + investering		kernindicator	€ -32.252	€ -32.252	€ -32.252
6. Marktwaaarde	BAR	-	signaal	5,47%	5,47%	5,47%
7. Marktwaaarde	NAR	-	signaal	3,51%	3,51%	3,51%

Tabel 30: afwegingskaders Corporatie D renovatieproject eengezinswoning

Corporatie D				€ 618	€ 710	€ 618
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710	€ 710
1. Beleidswaarde	Beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0		kernindicator	€ -30.817	€ -31.723	€ -20.339
2. Marktwaaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep		kernindicator	€ 1.440	€ 1.440	€ 1.440
3. Marktwaaarde	Marktwaaarde na ingreep > marktwaaarde voor ingreep + investering		signaal	€ -33.970	€ -33.970	€ -33.970
4. Beleidswaarde	Renovatie: Direct rendement komende vijf jaar > gemiddelde direct rendement van deze PMC afgelopen vijf jaar	Data niet beschikbaar	signaal	5,37%	5,43%	5,43%
5. Marktwaaarde/ beleidswaarde	Rendement IRR over de restant levensduur is hoger dan het gewenste rendement voor dit soort vastgoed van ..%	4,56%	signaal	0,83%	1,67%	1,67%

5.6.1 Renovatieproject eengezinswoning

Bij Corporatie A en Corporatie B voldoet het project aan de gestelde kernindicator(en). In de huidige vorm zou het project goedgekeurd worden. Voor deze woningcorporaties is er geen aanleiding om bezuinigingen door te voeren, de opbrengsten te verhogen of parameters aan te passen.

Bij Corporatie C voldoet één kernindicator op marktwaarde niet (marktwaarde na ingreep < marktwaarde voor ingreep + investering) en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden. Desondanks verwacht Corporatie C dat het project in de huidige vorm door zou gaan. Uit de praktijk van Corporatie C blijkt namelijk dat in veel gevallen bij investeringen in bestaand vastgoed niet voldaan kan worden aan deze kernindicator.

Bij Corporatie D voldoet het project niet aan de kernindicator op beleidswaarde (beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0) en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden.

Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie D eerst de noodzaak van esthetische maatregelen afwegen. In deze afweging zou onderzocht worden of de meerkosten van de esthetische maatregelen in verhouding staan tot de doelstelling van het project. Daarna zou Corporatie D overwegen om geen duurzaamheidsmaatregelen uit te voeren omdat de woningen voor ingreep al een relatief goed energielabel hebben (label D). Bezuinigen op de kwaliteit van de materialisatie van het project is voor Corporatie D geen optie.

Het verhogen van de opbrengsten is afhankelijk van de beoogde doelgroep wel een optie.

Het aanpassen van de parameters van het inbreng scenario is bij Corporatie D onderbouwd mogelijk. Bij dit project zal onderzocht worden of bij de inbrengwaarde in de parameters voldoende rekening gehouden is met de slechte onderhoudsstaat van het complex. Daarnaast kan op basis van een complex specifieke MJOB mogelijk de onderhoudsnorm (1300 euro per vhe) van het scenario na oplevering naar beneden bijgesteld worden.

“Als de doelstelling is om de woningen door te exploiteren aan de sociale doelgroep zal het project (eventueel) in aangepaste vorm doorgaan. Zeker omdat een groot gedeelte van de maatregelen die genomen moeten worden het gevolg zijn van achterstallig onderhoud.” Corporatie D

Als ondanks eventuele bezuinigingen, het verhogen van de opbrengsten en het aanpassen van parameters, het project nog niet voldoet aan de kernindicator op beleidswaarde zou het project alsnog doorgang kunnen vinden. Dit is afhankelijk van de (maatschappelijke) doelstelling(en) van het project.

5.6.2 Renovatieproject meergezinswoning

Bij Corporatie A en Corporatie B voldoet het project aan de gestelde kernindicator(en). In de huidige vorm zou het project goedgekeurd worden. Voor deze woningcorporaties is er geen aanleiding om bezuinigingen door te voeren, de opbrengsten te verhogen of parameters aan te passen.

Bij Corporatie C voldoet het project niet aan drie van de vier kernindicatoren op marktwaarde en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden. Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie C alleen een meer sobere uitstraling overwegen. Geen duurzaamheidsmaatregelen nemen is geen optie omdat het energielabel voor ingreep van de woningen relatief slecht is (energielabel E). Bezuinigen op de kwaliteit van de materialisatie van het project is voor Corporatie C ook geen optie.

Het verhogen van de opbrengsten (niet passend toewijzen) heeft geen invloed op de kernindicatoren op marktwaarde omdat de uitkomsten op marktwaarde gebaseerd zijn op de markthuren.

Het onderbouwd aanpassen van Exit Yield is voor Corporatie C een optie.

“De levensduur van de woningen kan bij een renovatie verlengd worden. Hoe groot deze verlenging is, is natuurlijk voer voor discussie. De parameter die hiermee samenhangt is de Exit Yield. Dit zou wellicht een parameter zijn die nog eens nader bekeken kan worden.” Corporatie C

Als ondanks eventuele bezuinigingen en het aanpassen van parameters het project nog niet voldoet aan de kernindicatoren op marktwaarde kan het project alsnog doorgang vinden.

“Het bestuur kan onderbouwd afwijkend van de vastgestelde kernindicatoren besluiten, maar in de basis zal dit niet voorkomen” Corporatie C

Bij Corporatie D voldoet het project niet aan de kernindicator op beleidswaarde en marktwaarde en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden. Corporatie D maakt dezelfde afweging over de voorgestelde bezuinigingen als Corporatie C. Het eventueel verhogen van de opbrengsten, aanpassen van de parameters en de uiteindelijke afweging zal door Corporatie D op dezelfde manier plaatsvinden als bij het renovatieproject eengezinswoning.

5.6.3 Nieuwbouwproject eengezinswoning

Bij Corporatie A, Corporatie B en Corporatie C voldoet het project aan de gestelde kernindicator(en). In de huidige vorm zou het project goedgekeurd worden. Voor deze woningcorporaties is er geen aanleiding om bezuinigingen door te voeren, de opbrengsten te verhogen of parameters aan te passen.

Bij Corporatie D voldoet het project niet aan de kernindicator op beleidswaarde (beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0) en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden.

Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie D alleen overwegen om de zolder niet op te leveren als verblijfsruimte (dit zou betekenen kaal opleveren zonder dakramen). De plattegrond van de woning kleiner maken is voor Corporatie D geen optie. Bezuinigen op de kwaliteit van de materialisatie van het project is voor Corporatie D ook geen optie.

Het verhogen van de opbrengsten (niet passend toewijzen) is afhankelijk van de beoogde doelgroep wel een optie.

Het aanpassen van de parameters is bij Corporatie D onderbouwd mogelijk. Bij dit project zal op basis van een complex specifieke MJOB mogelijk de onderhoudsnorm (1300 euro per vhe) naar beneden bijgesteld kunnen worden.

Als ondanks eventuele bezuinigingen, het verhogen van de opbrengsten en het aanpassen van parameters het project nog niet voldoet aan de kernindicator op beleidswaarde kan het project alsnog doorgang vinden. Dit is afhankelijk van de (maatschappelijke) doelstelling(en) van het project.

5.6.4 Nieuwbouwproject meergezinswoning

Bij Corporatie A voldoet het project aan de gestelde kernindicator. In de huidige vorm zou het project goedgekeurd worden. Voor Corporatie A is er geen aanleiding om bezuinigingen door te voeren, de opbrengsten te verhogen en of parameters aan te passen.

Bij Corporatie B voldoen drie van de vier kernindicatoren niet. Zonder externe aandacht zou het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden. Als er toezeggingen zijn gedaan aan gemeenten en/of bewoners is het denkbaar dat het project goedgekeurd zou worden in de huidige vorm.

“De praktijk leert dat als er toezeggingen zijn gedaan we zeggen: “het is niet de bedoeling maar het is nu eenmaal toegezegd”. Ik verwacht wel dat dit in de toekomst scherper gespeeld zal gaan worden.”

Corporatie B

Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie B eerst overwegen om de architectuur te versoberen. Daarna zal overwogen worden om kleinere woningen te bouwen. Bezuinigingen doorvoeren op de materialisatie van de kozijnen zal niet plaatsvinden maar er zal wel gezocht worden naar bezuinigingen in andere bouwdelen. Het verhogen van de opbrengsten is een optie maar het zal lastig worden om de woningen passend toe te wijzen. Het aanpassen van de parameters is bij Corporatie B onderbouwd mogelijk. Bij dit project kan mogelijk de onderhoudsnorm geoptimaliseerd worden en kan er wellicht gezocht worden naar andere opbrengsten/subsidies.

Bij Corporatie C voldoet het project niet aan alle drie de kernindicatoren. Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie C dezelfde bezuinigingen doorvoeren als Corporatie B.

Het verhogen van de opbrengsten heeft ook hier geen invloed op de kernindicatoren op marktwaarde omdat de uitkomsten op marktwaarde gebaseerd zijn op de markthuren. Corporatie C past de parameters onderbouwd niet aan omdat de verwachting is dat dit maar een zeer beperkt effect heeft op de uitkomsten.

Als ondanks eventuele bezuinigingen, het project nog niet voldoet aan de kernindicatoren wordt niet uitgesloten dat het project alsnog doorgang kan vinden.

Bij Corporatie D voldoet het project niet aan de twee kernindicatoren en zal het project in de huidige vorm niet goedgekeurd worden. Van de voorgestelde bezuinigingen zou Corporatie D dezelfde bezuinigingen doorvoeren als Corporatie B en Corporatie C. Het verhogen van de opbrengsten (niet passend toewijzen) is afhankelijk van de beoogde doelgroep wel een optie. Het aanpassen van de parameters is bij Corporatie D onderbouwd mogelijk. Bij dit project zal op basis van een complex specifieke MJOB mogelijk de onderhoudsnorm (1300 euro per vhe) naar beneden bijgesteld kunnen worden. Als ondanks eventuele bezuinigingen, het verhogen van de opbrengsten en het aanpassen van parameters het project nog niet voldoet aan de kernindicator op beleidswaarde kan het project alsnog doorgang vinden. Dit is afhankelijk van de (maatschappelijke) doelstelling(en) van het project.

5.6.5 Samenvatting besluitvorming

Per project is beschreven hoe de woningcorporaties zouden besluiten op basis van de uitkomsten afgezet tegen de afwegingskaders. In deze paragraaf worden de uitkomsten samengevat.

Het resultaat van de toepassing van de rekenmethoden in paragraaf 5.5 en de vastgestelde afwegingskaders in paragraaf 5.4 is dat het vertrekpunt in de daadwerkelijke besluitvorming sterk verschilt. Hieronder (in tabel 32) wordt de besluitvorming van de woningcorporaties weergegeven.

Bij Corporatie A gaan alle projecten direct door in de huidige vorm en bij Corporatie D gaat een enkel project direct door zonder dat er aanpassingen of heroverwegingen plaatsvinden. Bij Corporatie B en Corporatie C verschilt het per project of een project in de huidige vorm doorgaat of dat er aanpassingen of heroverwegingen moeten plaatsvinden.

Bij Corporatie B is geconstateerd dat een project in de huidige vorm door zou gaan als er druk vanuit gemeente of bewoners zou zijn, ondanks dat het project niet voldoet aan de kwantitatieve afwegingskaders van de woningcorporatie. Als een project niet voldoet aan de kwantitatieve afwegingskaders verschilt het per woningcorporatie of er naar bezuinigingen wordt gezocht (en zo ja, welke een optie zijn), of de opbrengsten verhoogd worden of dat er onderbouwd aanpassingen doorgevoerd worden in de invulling van de parameters van de rekenmethoden.

Alle woningcorporaties hebben aangegeven dat het bestuur altijd afwijkend kan besluiten over een investeringsproject. Er wordt dan ook door geen enkele woningcorporatie uitgesloten dat de projecten gerealiseerd zouden kunnen worden in de huidige of aangepaste vorm.

Tabel 31: besluitvorming

		Zonder externe aandacht	Met externe aandacht	Bezuinigingen doorvoeren?	Verhogen opbrengsten	Aanpassen parameters		Zonder externe aandacht	Met externe aandacht	
EGW renovatie										
Corporatie A	Uitvoering in de huidige vorm?	✓	✓	-	-	-	Uitvoering na aanpassing of heroverweging?	-	-	
Corporatie B		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie C		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie D		✗	✗	✓	✓	✓		✓	✓	
MGW renovatie										
Corporatie A		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie B		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie C		✗	✗	✓	✗	✓		✓	✓	
Corporatie D		✗	✗	✓	✓	✓		✓	✓	
EGW nieuwbouw										
Corporatie A		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie B		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie C		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie D		✗	✗	✓	✓	✓		✓	✓	
MGW nieuwbouw										
Corporatie A		✓	✓	-	-	-		-	-	
Corporatie B	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓			
Corporatie C	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✓			
Corporatie D	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓			

6 Conclusie, discussie en aanbevelingen

6.1 Conclusie

In dit onderzoek is onderzocht wat de effecten en oorzaken zijn van het ontbreken van uniformiteit bij het besluitvormingsproces omtrent investeringsafwegingen bij Nederlandse woningcorporaties. Dit onderzoek is uitgevoerd op basis van een multiple case study bij vijf woningcorporaties.

Inzicht in het besluitvormingsproces is verworven op basis van deskresearch, uitgewerkte geüniformeerde projecten, interviews, het doorrekenen van de geüniformeerde projecten op basis van de verzamelde data bij de onderzochte woningcorporaties, een expertsessie en een survey bij de woningcorporaties.

De verwachting voor de start van het onderzoek was dat het effect van het ontbreken van uniformiteit is dat woningcorporaties bij investeringsafwegingen andere waarderingsgrondslagen gebruiken, andere kwantitatieve afwegingskaders gebruiken, rekenmethoden anders toepassen, en uiteindelijk anders over projecten besluiten. Op basis van de onderzoeksresultaten kan inderdaad geconcludeerd worden dat woningcorporaties andere waarderingsgrondslagen hanteren, andere afwegingskaders gebruiken, rekenmethoden anders toepassen, en hierdoor ook anders over projecten besluiten.

Per onderdeel (deelvraag) wordt uiteengezet wat de effecten en oorzaken zijn van het ontbreken van uniformiteit en wordt ingegaan op de conclusies die zijn af te leiden uit de resultaten van dit onderzoek.

Vanaf paragraaf 6.2 volgt een verdere discussie inclusief reflectie op de theoretische perspectieven. In deze discussie wordt behandeld in hoeverre de huidige werkwijze aansluit op de normen van goed bestuur; doeltreffendheid, doelmatigheid en controleerbaarheid en worden aanbevelingen gedaan.

6.1.1 Waarderingsgrondslagen

Geconcludeerd kan worden dat het effect van het ontbreken van uniformiteit is dat de woningcorporaties niet dezelfde waarderingsgrondslagen hanteren bij het afwegen van investeringsprojecten.

De door de woningcorporaties toegepaste waarderingsgrondslagen zijn: bedrijfswaarde, beleidswaarde en marktwaarde. De waarderingsgrondslagen bedrijfswaarde en marktwaarde worden niet door alle woningcorporaties gehanteerd. De woningcorporaties hanteren een eigen set aan waarderingsgrondslagen. Wel hanteren alle woningcorporaties een beleidswaarde waarbij de woningcorporaties volledig zelf de waarde toekennen aan de investering op basis van beleidsafhankelijke, subjectief bepaalde determinanten, zoals een rendementseis.

De geconstateerde oorzaken waarom woningcorporaties andere waarderingsgrondslagen hanteren zijn:

- Het besluitvormingsproces rondom investeringsafwegingen bij woningcorporaties is nog in ontwikkeling.
- Nog niet alle woningcorporaties in het onderzoek waarden het bezit in de jaarrekening tegen marktwaarde maar in plaats daarvan tegen bedrijfswaarde of historische kostprijs.
- Er wordt (wederom) gekozen om te waarden tegen bedrijfswaarde omdat het WSW hier nog op toetst bij het bepalen van het borgingsplafond.
- Ondanks dat de jaarrekening gebaseerd is op de marktwaarde, worden projecten afgewogen op de bedrijfswaarde omdat het voor iedereen (intern) een herkenbaar item is.

6.1.2 Afwegingskaders

De conclusie is dat het effect van het ontbreken van uniformiteit is, dat de woningcorporaties niet dezelfde afwegingskaders hanteren bij het afwegen van investeringsprojecten. Geen enkele woningcorporatie gebruikt dezelfde set aan kernindicatoren waar in principe een project aan moet voldoen om goedgekeurd te mogen worden.

Het aantal kernindicatoren toegepast door de woningcorporaties verschilt sterk. Bij geen enkele waarderingsgrondslag hanteren alle woningcorporaties dezelfde kernindicator en vergelijk tussen alle woningcorporaties op basis van één kernindicator is niet mogelijk. Als woningcorporaties dezelfde kernindicatoren toepassen, verschilt de minimale eis per kernindicator. Daarnaast verschilt het aantal kernindicatoren toegepast door de woningcorporaties sterk.

De geconstateerde oorzaken voor de verschillen in afwegingskaders die woningcorporaties hanteren zijn:

- Het besluitvormingsproces rondom investeringsafwegingen bij woningcorporaties is nog in ontwikkeling.
- De woningcorporaties hanteren andere waarderingsgrondslagen voor het bepalen van de waarde van het bezit in de jaarrekening.
- De interne herkenbaarheid van de kernindicator speelt een rol in de keuze van een kernindicator.
- Of een kernindicator zonder specifieke voorkennis te begrijpen is speelt een rol in de keuze van een kernindicator.
- Er worden verschillende methoden gebruikt om de minimale rendementseis te bepalen.
- Er bestaat (nog) geen uniforme wijze hoe het economisch offer inzichtelijk gemaakt dient te worden.

6.1.3 Rekenmethoden & invulling van parameters

Uit het onderzoek is gebleken dat alle woningcorporaties als basis van de kwantitatieve afweging van de investeringsprojecten de BAR-, NAR- en DCF-methode gebruiken. Waarbij de resultaten op basis van de DCF-methode gepresenteerd worden als Netto Contante Waarde (NCW) en/of Internal Rate of Return (IRR).

De effecten van het ontbreken van uniformiteit van de invulling van de parameters op de uitkomsten van de BAR- en NAR-methode zijn bij alle waarderingsgrondslagen klein. Dit komt doordat deze methoden gebaseerd zijn op de (verwachte) kasstromen in jaar één. In jaar één komen de verschillen in het beleid van de woningcorporaties nog niet tot uiting.

De effecten van het ontbreken van uniformiteit van de invulling van de parameters op de uitkomsten in NCW en IRR verschillen per waarderingsgrondslag.

Bij de bedrijfswaarde kan de conclusie worden getrokken dat het verschil in uitkomsten beperkt is doordat de woningcorporaties de voorgeschreven regels van het WSW hanteren voor het bepalen van de bedrijfswaarde. Deze regels brengen uniformiteit aan bij de invulling van de parameters die relatief veel invloed hebben op de uitkomsten: disconteringsvoet (5,25%), exploitatieduur (boekjaar) en restwaarde (5000 euro per vhe).

Interessant om te zien is dus dat het verschil in uitkomsten beperkt is; wat toegeschreven kan worden aan de uniforme toepassing van de voorgeschreven waarderingsregels door het WSW.

De geconstateerde oorzaken die de relatief kleine verschillen in de uitkomsten op bedrijfswaarde verklaren:

- De woningcorporaties passen andere huurindexen toe die op diverse bronnen en eigen beleid gebaseerd zijn.
- Eén woningcorporatie heeft de verhuurdersheffing (nog) niet als permanente maatregel in het rekenmodel opgenomen.
- Verschillen in de overige parameters die afzonderlijk een beperkte invloed hebben op de uitkomsten.

Geconcludeerd kan worden dat bij de beleidswaarde de verschillen in uitkomsten relatief groot zijn. Dit kan worden verklaard doordat er geen voorgeschreven regels zijn; woningcorporaties bepalen zelf welke disconteringsvoet, restwaardemethodiek en exploitatieduur toegepast wordt.

De geconstateerde oorzaken die de relatief grote verschillen in de uitkomsten op beleidswaarde verklaren:

- De disconteringsvoet die gehanteerd wordt verschilt sterk omdat de woningcorporaties de interne rendementseis anders bepalen.
- Er worden verschillende exploitatieduren en restwaardemethodieken toegepast. Drie woningcorporaties kiezen voor een exploitatieduur van 15 jaar met een Exit Yield, de methode die externe taxateurs gebruiken voor het bepalen van de marktwaarde. Bij één woningcorporatie is hier niet voor gekozen omdat de Exit Yield gezien wordt als een abstract begrip en moeilijk te begrijpen is zonder specifieke kennis. Een beredeneerde exploitatieduur (tot sloop) met een restwaarde per verhuureenheid wordt intern als minder abstract ervaren.
- Er worden verschillende onderhoudslasten gehanteerd omdat woningcorporaties uitgaan van standaarden of project specifieke onderhoudslasten.
- De verhuurdersheffing wordt zowel als tijdelijke en als permanente maatregel door de woningcorporaties ingerekend omdat er nog onduidelijkheid bestaat of de maatregel een permanente status krijgt.
- Verschillen in de overige parameters die die afzonderlijk een beperkte invloed hebben op de uitkomsten.

Bij de marktwaarde is het verschil in uitkomsten beperkt te noemen ondanks dat de woningcorporaties niet dezelfde exploitatieduur en restwaarde methodiek toepassen. Grotendeels is dit te verklaren doordat de disconteringsvoet bij alle woningcorporaties ongeveer gelijk is.

De geconstateerde oorzaken die de beperkte verschillen in de uitkomsten op marktwaarde verklaren:

- Twee woningcorporaties kiezen voor een exploitatieduur van 15 jaar met een Exit Yield en één woningcorporatie voor een exploitatieduur van 100 jaar zonder restwaarde. Voor de methode van 15 jaar met Exit Yield wordt gekozen door de woningcorporaties omdat dit aansluit op de methode die externe taxateurs hanteren voor het bepalen van de marktwaarde. De woningcorporatie die de exploitatie periode van 100 jaar hanteert, heeft hiervoor gekozen omdat het uitgangspunt van een Exit Yield een oneindige exploitatie is en deze wordt ook benaderd door een exploitatieperiode te handhaven van 100 jaar zonder restwaarde.
- Er worden andere mutatiegraden toegepast doordat woningcorporaties met standaarden werken (o.a. bepaald per woningtype) die per woningcorporatie verschillen. Daarnaast is ook geconstateerd dat bij één corporatie de mutatiegraad na oplevering gebaseerd wordt op de historische mutatiegraad.
- Verschillen in de overige parameters die afzonderlijk een beperkte invloed hebben op de uitkomsten.

6.1.4 Besluitvorming

Geconcludeerd kan worden dat door het ontbreken van uniformiteit bij de waarderingsgrondslagen, kwantitatieve afwegingskaders, rekenmethoden en invulling van bijbehorende parameters die de woningcorporaties gebruiken, de uiteindelijke besluitvorming anders verloopt en dat er anders besloten zou worden over de investeringsprojecten die onderdeel zijn van dit onderzoek.

Bij één woningcorporatie gaan alle projecten op basis van de kwantitatieve afwegingskaders direct door in de huidige vorm en bij één woningcorporatie gaat er geen enkel project direct door zonder dat er aanpassingen of heroverwegingen plaatsvinden. Bij twee woningcorporaties verschilt per project of een project in de huidige vorm doorgaat of dat er aanpassingen of heroverwegingen moeten plaatsvinden. Bij één woningcorporatie is geconstateerd dat een project in de huidige vorm door zou gaan als er druk vanuit gemeente of bewoners zou zijn, ondanks dat het project niet voldoet aan de kwantitatieve afwegingskaders van de woningcorporatie. Alle woningcorporaties hebben aangegeven dat het bestuur altijd afwijkend kan besluiten over een investeringsproject. Er wordt dan ook door geen enkele woningcorporatie uitgesloten dat de projecten gerealiseerd zouden kunnen worden in de huidige of aangepaste vorm.

6.2 Discussie en praktische aanbevelingen

De aanbevelingen die de parlementaire enquête commissie woningcorporaties doet om de legitimiteit van de sector te heroveren geven aan dat de sector doeltreffender en doelmatiger moet worden. Waarbij controleerbaarheid en transparantie van cruciaal belang zijn om een gefundeerde uitspraak te kunnen doen over doeltreffendheid en doelmatigheid.

Op basis van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat er in zeer beperkte mate uniformiteit is in het besluitvormingsproces rondom investeringsprojecten. Het gebrek aan uniformiteit in het besluitvormingsproces heeft tot gevolg dat de besluitvorming rondom investeringsprojecten moeilijk controleerbaar en daardoor beperkt transparant is. Door het ontbreken van uniformiteit is vergelijk tussen woningcorporaties niet goed mogelijk. Het is daardoor onduidelijk waarom bij woningcorporatie X een project wel wordt uitgevoerd en bij woningcorporatie Y niet. Verschillen in toepassing van rekenmethoden en afwegingskaders liggen hier mede aan ten grondslag. Hoe zich dit verhoudt tot de legitimiteitstheorie en de stakeholder approach vormt tevens onderdeel van deze discussie.

Zoals beschreven in dit onderzoek is het besluitvormingsproces opgebouwd uit verschillende onderdelen (deelvragen). De waarderingsgrondslagen, de afwegingskaders, de rekenmethoden met bijbehorende parameters en de uiteindelijke besluitvorming.

Per onderdeel wordt in de komende paragrafen uiteengezet hoe de huidige werkwijze (nog) niet aansluit op de normen van goed bestuur; doeltreffendheid, doelmatigheid en controleerbaarheid. Daarnaast wordt per onderdeel aanbevelingen gedaan hoe een betere aansluiting mogelijk is op de normen van goed bestuur. Reflectie op de theoretische perspectieven maakt ook onderdeel uit van deze verdere discussie.

6.2.1 Waarderingsgrondslagen

Uit het onderzoek is gebleken dat woningcorporaties besluiten nemen over investeringsprojecten waarbij verschillende waarderingsgrondslagen het uitgangspunt vormen. De woningcorporaties hanteren een eigen set aan waarderingsgrondslagen. Dit betekent dat de basis voor besluitvorming tussen de woningcorporaties verschilt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er niet voldaan wordt aan de norm controleerbaarheid. Deze constatering is van belang omdat controleerbaarheid wordt gezien als voorwaarde om een gefundeerde uitspraak te kunnen doen over doeltreffendheid en doelmatigheid.

Uit dit onderzoek zijn legitieme redenen naar voren gekomen om de waarderingsgrondslagen die toegepast worden te behouden:

- De bedrijfswaarde omdat het WSW hier nog op toetst voor het bepalen van het borgingsplafond.
- De beleidswaarde om te kunnen bepalen wat de waarde van een investering is op basis van de interne rendementseisen of om te kunnen bepalen wat het economisch offer is als de kasstromen op basis van beleid van de woningcorporatie afgezet wordt tegen marktconforme kasstromen.
- De marktwaarde omdat dan bepaald kan worden of een investering marktconform is en het economisch offer berekend kan worden. Daarnaast kan het van belang zijn op projectniveau inzichtelijk te kunnen maken wat het effect van een investering is op de financiële ratio's van de woningcorporatie.

Het waarden tegen bedrijfswaarde is vanaf 2016 alleen nog van belang voor het borgingsplafond dat het WSW hanteert waardoor het voor een woningcorporatie met een sterke financiële positie niet noodzakelijk is om projecten nog af te wegen op bedrijfswaarde. Hierbij kan dus worden aangemerkt dat het van belang kan zijn de specifieke omstandigheden van woningcorporaties, in dit geval de financiële positie, in acht te nemen zodat beoordeeld kan worden of voor die woningcorporatie gegronde redenen zijn om anders om te (blijven) gaan met de methoden en technieken. Een voorbeeld van een dergelijke gegronde reden zou een minder sterke financiële positie kunnen zijn.

Om te voldoen aan de normen van goed bestuur wordt aanbevolen om in ieder geval investeringsprojecten af te wegen op marktwaarde en beleidswaarde. Deze benaderingswijze stemt overeen met de theoretische verkenning waarin wordt verwezen naar de kasstromen op basis van beleidswaarde en de marktwaarde; het verschil tussen deze kasstromen is het economisch offer dat een woningcorporatie accepteert om haar maatschappelijke taak uit te voeren (Gruis, 2003).

De marktwaarde is het vertrekpunt van de afweging. Zodat eerst de marktconformiteit van een investering kan worden getoetst. Dit maakt inzichtelijk of een marktpartij de investering zou doen. De afweging op beleidswaarde maakt inzichtelijk of de investering voldoet aan de interne rendementseisen van de woningcorporatie. Als op een uniforme wijze de marktwaarde en de beleidswaarde tot stand komen is het mogelijk om het economisch offer inzichtelijk te maken (nader toegelicht in paragraaf 6.2.3).

Conijn (2011) stelt echter dat een gedeelte van dit economisch offer niet maatschappelijk te verantwoorden is maar dat een gedeelte het gevolg is van inefficiëntie bij woningcorporaties. Tegen deze achtergrond is het daarom van belang het economisch offer en de verhouding tussen enerzijds inefficiëntie en anderzijds de omvang van de maatschappelijke taak van de woningcorporatie inzichtelijk te maken.

Resultaat hiervan is dat de controleerbaarheid van de sector toeneemt maar het in kaart brengen van inefficiëntie is ook van belang omdat het beperken van inefficiëntie een positief effect zal hebben op de doelmatigheid van de sector. Op basis van het onderzoek van de Kopgroep Maatschappelijke Kamer (2015) kan geconcludeerd worden

dat er op onderdelen consensus is dat er sprake is van inefficiëntie maar dat dit vraagstuk complex is en inefficiëntie zich niet eenvoudig en eenduidig laat kwantificeren. Het DrieKamerModel is ontwikkeld door Ortec Finance om de verhouding zichtbaar te maken tussen maatschappelijke doelen, een efficiënt vastgoedbeheer en financiële continuïteit (Conijn & Claessens, 2013). Het DrieKamerModel onderschrijft tevens de wijze van vaststellen van het economisch offer die ook wordt voorgestaan door Gruis (2003). In het DrieKamerModel resulteert het verschil tussen de marktconforme kasstromen en de kasstromen op basis van het beleid van de woningcorporatie namelijk in een economisch offer waar maatschappelijk budget voor moet worden gereserveerd in de maatschappelijke kamer.

Het DrieKamerModel wordt gepresenteerd als model dat een bijdrage kan leveren aan de transparantie en de legitimiteit van de corporatie.

Tegelijkertijd constateert Van Os (2014) echter dat er veel scepsis is om maatschappelijk rendement in geld of een percentage uit te drukken. Er is wel een aantal methodieken die welvaartseffecten en daarmee ook het maatschappelijk rendement van de woningcorporatie proberen te kwantificeren waaronder de Maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA) en de verwante methodiek Social Return On Investment (SROI).

6.2.2 Afwegingskaders

De onderzoeksresultaten hebben laten zien dat geen enkele woningcorporatie dezelfde set aan kernindicatoren gebruikt waar in principe een project aan moet voldoen om goedgekeurd te mogen worden. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er met betrekking tot de afwegingskaders niet voldaan wordt aan de norm controleerbaarheid.

Per waarderingsgrondslag wordt er duiding gegeven aan de afwegingskaders die aanbevolen worden en aan de aanbevolen functie (kernindicator of signaalfunctie) van de afwegingskaders.

Op basis van de uitkomsten van het onderzoek en de theoretische verkenning (paragraaf 2.2) wordt daarnaast voorgesteld het economisch offer inzichtelijk te maken door middel van een marktconforme rendementseis of IRR op basis van de kasstromen op marktwaarde te verminderen met de IRR gebaseerd op de kasstromen op beleidswaarde. De verdiepende aanbeveling bestaat vervolgens uit het specificeren van de opbouw van dit economisch offer.

Bedrijfswaarde

Bij de bedrijfswaarde kan het wenselijk zijn om afwegingskaders te hanteren die inzichtelijk maken wat het effect van een investering is op de belangrijkste financiële ratio's waarop het WSW toetst (LTV, ICR, DSCR solvabiliteit) voor het bepalen van het borgingsplafond. Als een woningcorporatie dicht tegen het borgingsplafond van het WSW zit is het wenselijk om het effect van een investeringsproject op de ratio's in het afwegingskader op te nemen. Het is dan ook aan te bevelen om deze afwegingskaders geen signaalfunctie te geven maar vorm te geven als kernindicator.

Beleidswaarde

Bij de afweging puur op beleidswaarde wordt getoetst of een project voldoet aan de interne rendementseisen op basis van een exploitatie gebaseerd op eigen beleid. Of voldaan wordt aan de interne rendementseisen kan bepaald worden op basis van het resultaat op NCW of IRR. Vanuit controleerbaarheid gaat de voorkeur uit naar een afweging op IRR. De afweging op IRR wordt aanbevolen omdat het resultaat op NCW niet direct inzichtelijk maakt welk rendement exact behaald wordt, alleen of het minimaal gestelde rendement behaald wordt op basis van het eigen beleid. Deze afweging moet een kernindicator zijn omdat het voor alle woningcorporaties van belang is of een project voldoet aan de interne rendementseisen die aan een project worden gesteld.

Marktwaarde

Bij de afweging puur op marktwaarde wordt getoetst of een project marktconform is en wat het effect van het project is op de belangrijkste financiële ratio's in de jaarrekening op marktwaarde.

Er zijn verschillende afwegingskaders mogelijk om de marktconformiteit van een project te toetsen. Waaronder de vergelijking van het rendement op IRR ten opzichte van een marktconforme rendementseis op IRR. Daarnaast kunnen er eisen gesteld worden aan de verhouding tussen de marktwaarde en de leegwaarde van de investering. Bij commerciële projecten zijn deze afwegingskaders aan te bevelen als kernindicator. Bij sociale projecten wordt niet aanbevolen om deze afwegingskaders als kernindicator te hanteren maar een signaalfunctie te geven. Bij sociale projecten is de exploitatie na oplevering van het project namelijk niet marktconform waardoor besluitvorming op basis van deze afwegingskaders erg abstract wordt en er geen directe relatie is met de (sociale) exploitatie na oplevering. Deze afweging is wel van belang om inzicht te krijgen of een marktpartij de investering zou doen.

Aangezien het bezit vanaf 2016 in de jaarrekening gewaardeerd wordt op basis van de marktwaarde kan het wenselijk zijn om afwegingskaders te hanteren die inzichtelijk maken wat het effect van een investering is op de belangrijkste financiële ratio's van de woningcorporatie (LTV, ICR, DSCR solvabiliteit). Als een woningcorporatie

dicht tegen de acceptabele grenzen van de ratio's zit is het wenselijk om het effect van een investeringsproject op de ratio's in het afwegingskader op te nemen. Het is dan ook aan te bevelen om deze afwegingskaders geen signaalfunctie te geven maar vorm te geven als kernindicator.

Combinatie marktconforme rendementseis of marktwaarde - beleidswaarde = het economisch offer

Marktpartijen investeren in principe pas in een project als het rendement van het project voldoet aan de minimale marktconforme rendementseis voor het type investering.

Een afweging op basis van een combinatie van de marktconforme rendementseis, de IRR van een project op marktwaarde en de IRR van een project op beleidswaarde kan een bijdrage leveren aan de doeltreffendheid, doelmatigheid en de controleerbaarheid van de sector.

Wanneer de marktconforme rendementseis van een project hoger is dan de IRR van het project op marktwaarde, wordt aanbevolen om het economisch offer te bepalen op basis van de marktconforme rendementseis minus de IRR van het project op beleidswaarde. Als de marktconforme rendementseis lager ligt dan de IRR van het project op marktwaarde wordt aanbevolen om het economisch offer te bepalen op basis van de IRR van het project op marktwaarde minus de IRR op beleidswaarde. Wanneer het economisch offer inzichtelijk is kan vervolgens uiteengezet worden waaruit dit is opgebouwd. Onderstaande tabel en toelichting verduidelijken hoe deze opzet vertaald zou kunnen worden naar de praktijk.

Tabel 32: inzichtelijk maken van het economisch offer

	Project A	Project B
Marktconforme rendementseis	7%	7%
IRR project op marktwaarde	9%	5%
IRR project op beleidswaarde	3%	3%
Het economisch offer	6%	4%
Opbouw van het economisch offer:		
Project niet marktconform	nvt	3%
Lagere huren	4%	0%
Hogere onderhoudslasten	1%	1%
Hogere beheerlasten	0,5%	1%
Lagere restwaarde	0,5%	nvt

Project A zou door een marktpartij gerealiseerd worden omdat het rendement van het project 9% is en daarmee 2% hoger dan de marktconforme rendementseis van 7%. Een woningcorporatie rekent het project door op basis van eigen beleid en realiseert een veel lager rendement van 3%. Het verschil tussen het marktconforme rendement en het rendement op basis van het beleid van de woningcorporatie is 6%. Het verschil wordt verklaard doordat de woningcorporatie lagere huren vraagt (4%). Daarnaast omdat de woningcorporatie hogere onderhoudslasten (1%) en hogere beheerkosten (1%) en een lagere restwaarde (0,5%) heeft dan een marktpartij. De restwaarde van de woningcorporatie is lager dan die van een marktpartij omdat de woningcorporatie lagere huren int met als gevolg dat de restwaarde op basis van een Exit Yield ook lager wordt.

Project B zou niet door een marktpartij gerealiseerd worden omdat het rendement van het project 5% is en daarmee 2% lager dan de marktconforme rendementseis van 7%. Een woningcorporatie rekent het project door op basis van eigen beleid en realiseert een rendement van 3%. Het verschil tussen het marktconforme rendement en het rendement op basis van het beleid van de woningcorporatie is met 2% beperkt te noemen. Dit verschil is bij dit project niet te verklaren door een afwijking in de huren maar alleen door de hogere onderhoudslasten (1%) en de beheerkosten. Aangezien bij dit project de huuropbrengsten niet afwijken zal het verschil in restwaarde zeer beperkt zijn.

Een scenario waarbij de huuropbrengsten van een marktpartij en een woningcorporatie gelijk zijn is mogelijk als er woningen met een klein oppervlak worden gerealiseerd. Door het kleine oppervlak kan op basis van het woningwaarderingstelsel de huur gemaximeerd zijn. Hier zijn woningcorporaties en marktpartijen aan gebonden. Bij renovatieprojecten is het ingewikkelder om op een uniforme wijze het economisch offer te bepalen. De inbrengwaarde plus de stichtingskosten samen is het bedrag op basis waarvan de IRR wordt berekend bij de waarderinggrondslag beleidswaarde en marktwaarde.

Om het economisch offer te bepalen bij renovatieprojecten wordt aanbevolen om de inbrengwaarde altijd te baseren op de marktwaarde. Als de inbrengwaarde niet gelijk is voor het bepalen van het economisch offer is er sprake van een vergelijk tussen appels en peren. Voor de marktwaarde is gekozen omdat deze waarde altijd hetzelfde vertegenwoordigt en een inbrengwaarde op basis van de beleidswaarde per woningcorporatie kan verschillen. Daarnaast heeft een woningcorporatie (theoretisch gezien) voor aanvang van een project altijd de optie om het complex tegen marktwaarde te verkopen of het project uit te voeren.

Om als woningcorporatie doeltreffend en doelmatig beslissingen te kunnen nemen is inzicht in het economisch offer noodzakelijk. Deze indicator krijgt een signaalfunctie omdat het (helaas) geen kernindicator kan zijn. De acceptatie van de hoogte van het (maatschappelijk) economisch offer zou juist afhankelijk moeten zijn van de doeltreffendheid en doelmatigheid van het specifieke project. Juist omdat het economisch offer per project en per woningcorporatie kan verschillen, is het van belang om op basis van inzicht in de doeltreffendheid en doelmatigheid van het project tot afwegingen te kunnen komen. Een kanttekening die bij het uniform inzichtelijk maken van het economisch offer geplaatst kan worden is de vraag in hoeverre woningcorporaties terughoudend zijn wat betreft het geven van inzage richting externe partijen inzake dit onderdeel van hun investeringsafwegingen. In dit kader is nog op te merken dat dit onderzoek overigens geen aanleiding geeft om een dergelijke terughoudendheid te verwachten. De deelnemende woningcorporaties hebben een opvallende bereidheid getoond wat betreft het delen van informatie over hoe hun investeringsafwegingen tot stand komen.

Om de IRR van het project op marktwaarde en beleidswaarde zoals gepresenteerd in tabel 33 met elkaar te kunnen vergelijken moeten de rekenmethoden en de invulling van de parameters van de beleidswaarde op elkaar afgestemd worden. In paragraaf 6.2.3. wordt dit nader toegelicht.

Tabel 33: samenvatting aanbevelingen afwegingskaders (sociale projecten)

Waarderingsgrondslag	Omschrijving	Soort indicator	Eis
Bedrijfswaarde	Effect op financiële ratio's LTV, ICR, DSCR, solvabiliteit	Signaal of kernindicator	Woningcorporatie specifiek (afhankelijk van financiële positie)
Beleidswaarde	IRR investering	Kernindicator	Woningcorporatie specifiek (interne rendementseis)
Marktwaarde	IRR investering	Signaal	Geen
	Effect op financiële ratio's LTV, ICR, DSCR, solvabiliteit	Signaal of kernindicator	Woningcorporatie specifiek (afhankelijk van financiële positie)
Beleidswaarde/ Marktwaarde	Het economisch offer op IRR (marktconforme rendementseis of IRR marktconform – IRR beleidswaarde)	Signaal	Project specifiek (afhankelijk van doeltreffendheid en doelmatigheid van het project)

6.2.3 Rekenmethoden & invulling van parameters

Uit de studie is gebleken dat de woningcorporaties dezelfde rekenmethoden gebruiken voor het bepalen van de waarde van vastgoed als verwacht op basis van de theoretische verkenning; namelijk de BAR-, NAR- en DCF-methode. Van deze methoden is de DCF-methode doorslaggevend in de afweging van investeringsprojecten bij de onderzochte woningcorporaties.

Op basis van de gevoeligheidsanalyse in paragraaf 5.5.1 kan geconcludeerd worden dat de parameters exploitatieduur, restwaardemethodiek en disconteringsvoet van de DCF-methode veel invloed hebben op de uitkomsten en opbouw van de IRR en NCW.

Geconstateerd is dat de uitkomsten op IRR en NCW niet van alle corporaties met elkaar te vergelijken zijn omdat niet dezelfde exploitatieduur, restwaardemethodiek en disconteringsvoet wordt gehanteerd. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er niet voldaan wordt aan de norm van goed bestuur; in dit geval betreft het de norm controleerbaarheid.

Per waarderingsgrondslag worden er aanbevelingen gedaan over de invulling van de bovengenoemde parameters van de DCF-methode.

Bedrijfswaarde

Bij de waarderingsgrondslag bedrijfswaarde hanteren de woningcorporaties al dezelfde exploitatieduur, restwaardemethodiek en disconteringsvoet omdat deze voorgeschreven zijn door het WSW. Hierdoor zijn de uitkomsten op bedrijfswaarde vergelijkbaar met die van andere woningcorporaties wat de controleerbaarheid van de sector ten goede komt.

Beleidswaarde & marktwaarde

Bij de waarderingsgrondslag beleidswaarde en marktwaarde hanteren de woningcorporaties verschillende exploitatieduren, restwaardemethodieken en disconteringsvoeten waardoor vergelijk op onderdelen (huuropbrengsten, onderhoudslasten, beheerlasten etc.) tussen woningcorporaties niet mogelijk is. Dit komt de controleerbaarheid van de sector niet ten goede.

Voor het bepalen van de marktwaarde is het bij externe taxateurs gebruikelijk om een exploitatie van 15 jaar te hanteren met een Exit Yield en een marktconforme disconteringsvoet.

Aanbevolen wordt om ook bij de beleidswaarde te rekenen met een exploitatie van 15 jaar en de restwaarde te bepalen met een Exit Yield. Hierdoor wordt het mogelijk om de uitkomsten en de opbouw van de IRR tussen de beleidswaarde en marktwaarde te vergelijken.

Daarnaast biedt een gelijke exploitatieduur en restwaardemethodiek de mogelijkheid om de uitkomsten op IRR te vergelijken en van elkaar af te trekken waardoor het economisch offer inzichtelijk gemaakt kan worden.

Uitkomsten op basis van NCW kunnen alleen vergeleken en van elkaar afgetrokken worden als de disconteringsvoet ook gelijk aan elkaar is.

Tabel 34: aanbevelingen exploitatieduur, restwaarde en disconteringsvoet

	Bedrijfswaarde	Beleidswaarde	Marktwaarde
Exploitatie ­ duur	Boekhoudkundig	15 jaar	15 jaar
Restwaarde	Bedrag per vhe conform WSW (5000 euro, 2015)	Exit Yield	Exit Yield
Disconteringsvoet	Disconteringsvoet conform WSW (5,25%, 2015)	Afhankelijk van doel waardering: -Interne rendementseis -Marktconform	Marktconform

Naast het afstemmen van de exploitatieduur, restwaardemethodiek en disconteringsvoet is het van belang om de resterende parameters (benoemd bij paragraaf 5.5.2) meer uniform in te vullen. In het bijzonder bij de waardering op beleidswaarde omdat bij deze waarderingsgrondslag relatief grote verschillen geconstateerd zijn tussen de woningcorporaties. Aanbevolen wordt om methoden en technieken toe te passen en/of te ontwikkelen en uitgangspunten te hanteren die door alle woningcorporaties worden aangehouden.

Resultaat hiervan is dat de controleerbaarheid van de sector toeneemt. Dit biedt vervolgens een basis om de discussie te kanaliseren over het economisch offer en de verhouding tussen enerzijds het deel dat toe te schrijven is aan inefficiëntie en anderzijds aan de maatschappelijke taak van de woningcorporatie. Het in kaart brengen van inefficiëntie is van belang omdat hierdoor de mogelijkheid wordt gecreëerd om inefficiëntie aan te pakken; dit zal een positief effect hebben op de doelmatigheid van de sector.

De parameter die tot slot extra aandacht verdient betreft de onderhoudslasten. De verschillen tussen woningcorporaties op dit onderdeel zijn namelijk groot, met name bij renovatieprojecten. Er blijkt geen consensus te bestaan over het verwerken van achterstallig onderhoud in de waardering van de inbrengwaarde bij een renovatieproject; met als gevolg dat deze projecten per woningcorporatie anders gewaardeerd worden.

6.2.4 Besluitvorming

Op basis van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat woningcorporaties anders besluiten over investeringsprojecten doordat er verschillende waarderingsgrondslagen, kwantitatieve afwegingskaders en rekenmethoden toegepast worden.

De verschillende werkwijzen leiden niet alleen tot verschillende uitkomsten in besluitvorming, resultaat hiervan is ook dat niet eenduidig vast te stellen is welke kaders en motieven aan de investeringsafwegingen ten grondslag liggen. Geconcludeerd kan worden dat hiermee niet voldaan wordt aan throughputlegitimititeit zoals omschreven door Lodge (1994) op sectorniveau. Zelfs in het geval dat woningcorporaties transparant zijn in de toegepaste kwantitatieve afwegingskaders, betekent dit dus nog niet dat onderling vergelijk mogelijk is. Dit komt de controleerbaarheid niet ten goede.

Gevolg van het ontbreken van eenduidigheid in het besluitvormingsproces is bovendien dat het niet goed mogelijk is om naar de stakeholders op organisatie en institutioneel niveau verantwoording af te leggen waarom een project doeltreffend en doelmatig is. Dit ondanks het belang van doeltreffendheid en doelmatigheid van een organisatie zoals uiteengezet door Múgge (2011), overeenkomstig het principe van outputlegitimititeit.

Vanuit het perspectief van de legitimiteitstheorie zou het gevolg hiervan kunnen zijn dat de woningcorporatiesector in plaats van het toepassen van tactieken om haar legitimiteit te behouden en te heroveren, hierdoor juist bijdraagt aan het vergroten van legitimatiekloof of deze in ieder geval in stand wordt gehouden. Met als gevolg dat de sector te maken kan krijgen met nog meer juridische en economische sancties die het gevolg kunnen zijn van een legitimatiekloof zoals omschreven door Morris (2005).

Uitgaande van de stakeholdersapproach is zonder een controleerbaar proces het gevaar aanwezig dat stakeholders op organisatieniveau de corporatie (dwingen) keuzes te maken die op organisatieniveau legitiem zijn maar op institutioneel niveau niet bijdragen aan een doelmatige, doeltreffende besteding van maatschappelijk kapitaal en daardoor de legitimiteit van de sector aantasten.

Om verantwoording af te kunnen leggen aan stakeholders op organisatie en institutioneel niveau inzake de doeltreffendheid en doelmatigheid is een voorwaarde dat projecten op controleerbare wijze worden afgewogen. Het is daarom van belang om tot op zekere hoogte uniformiteit aan te brengen in het besluitvormingsproces waarmee investeringsbeslissingen tot stand komen.

Wanneer woningcorporaties gelijke methoden en technieken aanhouden en/of ontwikkelen en dezelfde uitgangspunten hanteren is het resultaat hiervan dat de controleerbaarheid van de sector toeneemt. Dit biedt vervolgens ook een basis voor het kanaliseren van de verdere discussie over het economisch offer en de verhouding tussen enerzijds het deel dat toe te schrijven is aan inefficiëntie en anderzijds aan de maatschappelijke taak van de woningcorporatie. Dit onderscheid is van belang omdat inefficiëntie van invloed is op de doelmatigheid van de sector. Daarnaast is het van belang hoe hoog het geaccepteerde economisch offer mag zijn in het kader van het uitvoeren van de maatschappelijke taak van de woningcorporatie.

In het kader van het geaccepteerde economisch offer kan worden aangemerkt dat het van belang kan zijn hierbij niet voorbij te gaan aan de specifieke omstandigheden van woningcorporaties, in dit geval bijvoorbeeld de financiële positie, zodat beoordeeld kan worden of voor die woningcorporatie gegronde redenen zijn om anders om te (blijven) gaan met de methoden en technieken waardoor wellicht ook anders besloten kan worden.

Het economisch offer kan per project en per woningcorporatie verschillen. Een woningcorporatie met een goede financiële positie kan een hoger economisch offer accepteren dan een woningcorporatie met als uitgangspunt een minder goede financiële positie. De financiële positie van de woningcorporatie heeft een relatie met de interne rendementseis en/of de grootte van de investeringsportefeuille van de woningcorporatie. Dit is ook afhankelijk van de financiële doelen die een woningcorporatie nastreeft: wil een woningcorporatie voldoen aan de minimale financiële eisen die gesteld worden door de toezichthouders of wil een woningcorporatie extra reserves aanhouden.

In deze uiteenzetting ligt de nadruk op de kwantitatieve uitgangspunten van het afwegings- en besluitvormingsproces. In dit kader dient op basis van het uitgevoerde onderzoek wel een nuance aangebracht te worden. De studie heeft laten zien dat door het ontbreken van uniformiteit bij deze kwantitatieve uitgangspunten die de woningcorporaties gebruiken, de uiteindelijke besluitvorming anders verloopt en dat er anders wordt besloten over de investeringsprojecten. De resultaten van het onderzoek hebben echter ook laten zien dat naar aanleiding van heroverwegingen, aanpassingen en/of druk vanuit gemeente of bewoners, bepaalde investeringsprojecten toch doorgang zouden (kunnen) vinden. Ondanks dat de uitkomsten van de berekeningen dus niet voldoen conform de kwantitatieve afwegingskaders die geormerkt zijn als voorwaarde (kernindicator) van de woningcorporatie, kan er toch afwijkend worden besloten en groen licht gegeven worden voor een project. De kwantitatieve uitgangspunten van het afwegings- en besluitvormingsproces zijn dus niet alles bepalend. In dit kader is tot slot ook noemenswaardig dat alle woningcorporaties hebben aangegeven dat het bestuur altijd (onderbouwd) afwijkend kan besluiten over een investeringsproject, ten opzichte van de verwachte uitkomst gebaseerd op de toepassing van rekenmethoden.

Het gevolg van deze subjectieve wijze van besluitvorming kan zijn dat maatschappelijk kapitaal niet doeltreffend en doelmatig ingezet wordt of dat dit in ieder geval ten koste gaat van de controleerbaarheid van de woningcorporatiesector.

Met deze studie wordt overigens niet beoogd te veronderstellen dat er geen onderscheidende omstandigheden (bijvoorbeeld de financiële positie of werkgebied van een corporatie) kunnen bestaan die voor woningcorporaties een goede reden kunnen vormen om anders te (blijven) omgaan met de methoden en technieken of daarin

andere afwegingen te maken. Deze omstandigheden kunnen er bovendien voor zorgen dat bepaalde factoren voor de ene woningcorporatie zwaarder wegen dan voor de andere woningcorporatie. Op basis van dit onderzoek wordt controleerbaarheid van de woningcorporatiesector echter wel aanbevolen aangezien controleerbaarheid geldt als voorwaarde om een gefundeerde uitspraak te kunnen doen over doeltreffendheid en doelmatigheid. Voor de corporatiesector dus zeer van belang en relevant aangezien de maatschappij verlangt dat woningcorporaties de beschikbare middelen controleerbaar, doeltreffend en doelmatig besteden. Een uniforme wijze voor verantwoording aan maatschappij en stakeholders is dus van belang om mogelijk te maken dat maatschappelijk kapitaal doeltreffender en doelmatiger wordt besteed in de Nederlandse woningmarkt en omdat er doeltreffend, doelmatig en controleerbaar gewerkt moet worden om als sector legitimiteit te behouden en te heroveren. Een sector die bovendien in transitie is. Uit het onderzoek is bovendien gebleken dat woningcorporaties maatregelen (nog) niet eenduidig implementeren en zoekende zijn in het bepalen van de meest geschikte afwegingskaders. Ook bij dit vraagstuk zou het aanbrengen van uniformiteit daarom een bijdrage kunnen leveren aan de manier waarop investeringsbeslissingen tot stand komen.

Het aanbrengen van uniformiteit in het besluitvormingsproces waarmee investeringsbeslissingen tot stand komen zal zoals beschreven resulteren in een verbetering van de controleerbaarheid van de woningcorporatiesector. Daarvoor is wel nodig dat de kwantitatieve afwegingskaders eenduidiger worden geïntegreerd in het besluitvormingsproces.

Aanbevolen wordt daarom om investeringsprojecten in eerste instantie af te wegen op basis van een combinatie van de marktconforme rendementseis, de IRR van een project op marktwaarde en de IRR van een project op beleidswaarde (zoals uiteengezet in tabel 33). Het bepalen van het economisch offer is van belang om te kunnen toetsen of er sprake is van een doelmatige en doeltreffende besteding van maatschappelijk kapitaal. De grootste component van het economisch offer is de lagere huur die woningcorporaties vragen voor een woning ten opzichte van de markt; waardoor woningen betaalbaar blijven voor de doelgroepen die de woningcorporatiesector bedient. Dit roept de vraag op; wanneer is de huur van een woning betaalbaar en wanneer is de huur (te) laag? Mag een woningcorporatie woningen op een goede locatie bouwen met een hoog kwaliteitsniveau en aanbieden tegen een (te) lage huur? Het is denkbaar dat op organisatie niveau de stakeholders (gemeenten, lokale bewonersvertegenwoordiging) dit project zeer doeltreffend vinden. Op institutioneel niveau is het denkbaar dat dit project niet als doeltreffend wordt gezien maar zijn doel voorbijschiet doordat het project niet doelmatig is.

Als woningcorporaties dezelfde waarderinggrondslagen, afwegingskaders en rekenmethoden toepassen zoals aanbevolen in de vorige paragrafen is het mogelijk om op uniforme wijze verantwoording af te leggen aan de stakeholders op organisatie en op institutioneel niveau en de dialoog met elkaar aan te gaan hoe het maatschappelijk kapitaal het beste kan worden besteed binnen de Nederlandse woningmarkt. Het DrieKamerModel toegepast op investeringsprojectniveau kan waardevol zijn in deze dialoog. Daarnaast kunnen de methodieken Maatschappelijke kosten-batenanalyse en Social Return On Investment een bijdrage leveren aan het inzichtelijk maken van de welvaartseffecten die niet tot uiting komen bij de toepassing van het DrieKamerModel maar wel van belang kunnen zijn in de omvang van het economisch offer dat geaccepteerd wordt op organisatie en institutioneel niveau.

6.3 Aanbevelingen voor nader onderzoek

Dit onderzoek richt zich hoofdzakelijk op het kwantitatieve gedeelte van het besluitvormingsproces bij investeringsprojecten. De besluiten worden uiteindelijk genomen door bestuurders die de kwantitatieve benadering naast zich neer kunnen leggen. Nader onderzoek naar de rol van de woningcorporatiebestuurders kan een waardevolle toevoeging zijn voor een beter begrip van het besluitvormingsproces en de uiteindelijke besluitvorming binnen woningcorporaties.

Woningcorporaties moeten op organisatieniveau en op institutioneel niveau als sector verantwoording afleggen aan de stakeholders. Een stakeholders analyse gericht op de rol en beweegredenen van de stakeholders en hun invloed op het besluitvormingsproces van investeringsprojecten is aan te bevelen. Deze inzichten kunnen een bijdrage leveren aan het nemen van investeringsbeslissingen die als legitiem worden beoordeeld op organisatie en institutioneel niveau.

In dit onderzoek wordt voorgesteld om het economisch offer inzichtelijk te maken door de beleidswaarde van een project te vergelijken met de marktwaarde. Er is in zekere mate consensus dat een gedeelte van het op deze wijze berekende economisch offer kan worden toegeschreven aan het inefficiënt werken van woningcorporaties ten opzichte van marktpartijen. Nader onderzoek hoe deze inefficiëntie gekwantificeerd kan worden bij de afweging van investeringsprojecten zal de doelmatigheid van de woningcorporatiesector bevorderen.

Op basis van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat woningcorporaties verschillende methoden gebruiken om de minimale rendementseis te bepalen. Een verder inventariserend en verdiepend onderzoek naar de meest geschikte en uniforme wijze voor het bepalen van de minimale rendementseis wordt daarom aanbevolen.

In dit onderzoek wordt aanbevolen om de restwaardemethodiek bij de beleidswaarde net als bij de marktwaarde te bepalen op basis van een Exit Yield. Alle woningcorporaties hebben naar voren gebracht dat het ingewikkeld is om een goede Exit Yield te bepalen als er sprake is van achterstallig onderhoud. Ook is in dit onderzoek door woningcorporaties aangegeven dat zij zoekende zijn naar welk uitgangspunt gehanteerd moet worden voor het bepalen van de onderhoudslasten in geval van achterstallig onderhoud. Nader onderzoek naar de relatie tussen en het tot stand komen van de Exit Yield en de onderhoudslasten bij achterstallig onderhoud is daarom een voorwaarde om op termijn op basis van de voorgestelde aanbevelingen vanuit dit onderzoek, controleerbare investeringsbeslissingen te kunnen nemen over renovatieprojecten.

6.4 Beperkingen

Tot slot een aantal beperkingen die verbonden zouden kunnen worden aan deze studie.

Dit onderzoek is tot stand gekomen met medewerking van vier (grote) woningcorporaties. In Nederland zijn er in totaal circa 380 woningcorporaties waardoor niet gesteld kan worden dat de uitkomsten van dit onderzoek representatief zijn voor de sector. De verwachting is dat wanneer de steekproef wordt vergroot en er ook kleine woningcorporaties aan de steekproef worden toegevoegd, de resultaten nog meer diversiteit zullen laten zien.

Het onderzoek heeft zich gericht op sociale projecten (DAEB) en hoe de besluitvorming omtrent dit type projecten bij woningcorporaties wordt vormgegeven. Commerciële (niet-DAEB) projecten vallen buiten de reikwijdte van dit onderzoek waardoor niet het volledige spectrum van investeringen door woningcorporaties wordt belicht.

Een aantal onderdelen (parameters paragraaf 4.2) van de investeringsprojecten die onderdeel uitmaken van dit onderzoek hebben een gefixeerde waarde. Dit geldt bijvoorbeeld voor de hoogte van de huren. Voor deze werkwijze is gekozen om uitkomsten van de deelnemende woningcorporaties vergelijkbaar te houden. Zoals uiteengezet in paragraaf 5.5.1 heeft de hoogte van de huur een grote impact op de uitkomsten. Het is denkbaar dat woningcorporaties bij non-fictieve projecten andere keuzes maken over de huurprijsstellingen. Met als gevolg dat de kwantitatieve afweging van een investering tot andere uitkomsten kan leiden.

Op basis van de verkregen inzichten in de werkwijze van de deelnemende woningcorporaties en het literatuuronderzoek kan geconcludeerd worden dat het economisch benaderen van investeringsprojecten dominant is in de woningcorporatiesector. Dit vormt ook het vetrekpunt van dit onderzoek waardoor de nadruk ligt op het economisch benaderen van projecten in plaats van een benadering vanuit maatschappelijk rendement denken.

7 Referenties

- Aedes. (2014). Waarderingsgrondslagen. Aedes.
- Aedes. (2015). Feiten & Cijfers woningcorporaties. Retrieved from <http://www.aedes.nl/content/feiten-en-cijfers/feiten-en-cijfers.xml>
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The Double-Edge of Organizational Legitimation. *Organization Science*, 1(2), 177–194.
- Beekers, W. (2012). *Het bewoonbare land* (2nd ed.). Amsterdam: Boom.
- Bekkers, V. J. J. M. (2007). *Governance and the Democratic Deficit: Assessing the Democratic Legitimacy of Governance Practices* (1st ed.). Ashgate Publishing, Ltd.
- Blaconiere, W. G., & Patten, D. M. (1994). Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 357–377.
- Boelhouwer, P., Elsinga, M., Gruis, V., & Priemus, H. (2014). Wonen 6.0.
- Brounen, D., & Jong, A. De. (2004). Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice. *The Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 15, No. 1, 2002, 15(1).
- Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2012). *Jaarverslag 2012*.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2014a). *Jaarverslag 2013*.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2014b). *Sectorbeeld 2014*.
- Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2015). *Jaarverslag 2014*.
- Conijn, J. (2011). De Vastgoedlezing 2011: woningcorporaties op een kruispunt.
- Conijn, J., & Claessens, F. (2013). DrieKamerModel De resultaten van het pilotprogramma, (November).
- Crosby, N., French, N., & Oughton, M. (2000). Bank lending valuations on commercial property – Does European mortgage lending value add anything to the process? *Journal of Property Investment & Finance*, 18(1), 66–83.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. (2nd ed., Vol. 188). John Wiley & Sons, Inc.
- Deegan, C. (2002). *Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* (Vol. 15).
- Deloitte. (2014). *Handboek Woningcorporaties Een handreiking voor de praktijk*.
- Gruis, V. (2003). Maatschappelijk rendement en economisch offer niet hetzelfde. *B&G*, 12–14.
- Gruis, V. (2005). Financial and social returns in housing asset management: Theory and Dutch housing associations' practice. *Urban Studies*, 42(10), 1771–1794.
- Kopgroep Maatschappelijke Kamer. (2015). *Maatschappelijk budget woningcorporaties - Bestedingscategorieën Maatschappelijke Kamer*.

- Leonard-Barton, D. (1990). A Dual Methodology for Case Studies: Synergistic Use of a Longitudinal Single Site with Replicated Multiple Sites. *Organization Science*, 1(3), 248–266.
- Lodge, J. (1994). Transparency and democratic legitimacy. *Journal of Common Market Studies*, 32(3), 343–368.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75(3), 132–142.
- Morris, E. W. (2005). Pacific Sociological Association. *Sociological Perspectives*, 48(1), 25–48.
- Nasi, J., Nasi, S., Phillips, N., & Zyglidopoulos, S. (1997). The evolution of corporate social responsiveness. *Business & Society*, 36(3), 296–321.
- Oliver, C. (1991). Strategic Responses To Processes Institutional. *Academy of Management Review*, 16(1), 145–179.
- Palazzo, G., & Scherer, A. G. (2006). Corporate legitimacy as deliberation: A communicative framework. *Journal of Business Ethics*, 66(1), 71–88.
- Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties. (2014a). *Parlementaire enquête woningcorporaties - hoofdrapport*.
- Parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties. (2014b). *Parlementaire enquête woningcorporaties - literatuurstudie*.
- Patten, D. M. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: A note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(5), 471–475.
- Prakash Sethi, S. (1979). Conceptual Framework for Environmental of Analysis of Business. *The Academy of Management Review*, 4(1), 63–74.
- Scharpf, F. (1999). *Governing in Europe: Effective and democratic?* Oxford University Press (1st ed.). Oxford/New York.
- Sethi, S. P. (2002). Standards for corporate conduct in the international arena: Challenges and opportunities for multinational corporations. *Business and Society Review*, 107(1), 20–40.
- Shocker, A. D., & Sethi, S. P. (1973). An Approach to Incorporating Societal Preferences in Developing Corporate Action Strategies. *California Management Review*, 15(4), 97–105.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Tilling, M. V. (2004). Some thoughts on legitimacy theory in social and environmental accounting. *Social and Environmental Accountability Journal*, 24(2), 3–7.
- Van Gool, P., Jager, P., & Weisz, R. M. (2001). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.
- Van Os, P. (2014). *Verdeel en beheers - Grondslagen voor een allocatiemethodiek ten behoeve van woningcorporaties*. Tilburg University, Tilburg.
- Waarborgfonds Sociale Woningbouw. (2014a). *Jaarverslag 2013*.
- Waarborgfonds Sociale Woningbouw. (2014b). *Trendanalyse Woningcorporaties 2014 – 2018*.

8 Bijlagen

8.1 Bijlage I - waarderingsgrondslagen

Onderwerp	Historische kostprijs	Bedrijfswaarde	Marktwaarde
Principe van de waardering	De grondslag mag toegepast worden op alle activacategorieën, dus voor zowel het sociale vastgoed als bedrijfsmiddel en als vastgoedbelegging en het commercieel vastgoed. Na activering wordt er gedurende de levensduur lineair afgeschreven tot de restwaarde.	De bedrijfswaarde is gebaseerd op de in- en uitgaande kasstromen die op een kasstroom genererende eenheid betrekking hebben. De kasstroomprognoses die aan de berekening ten grondslag liggen, vloeien voort uit het door de woningcorporatie gevoerde beleid. Aan de hand van onder andere parameters (combinatie van woningcorporatieparameters en sectorparameters) wordt de huidige waarde van de toekomstige kasstromen bepaald.	Marktwaarde Waardering geschiedt door marktgegevens en/of door gebruikmaking van rekenmodellen. Beoogd wordt de reële waarde van het bezit te laten zien en inzicht te verschaffen in het rendement.
Gevolgenjaar-rekening	Het aantal jaarrekeningposten is beperkt en de waarde mutaties zijn daardoor goed inzichtelijk. De volatiliteit van vermogen en resultaat is (behoudens uitzonderingsgevallen als impairments) beperkt bij deze grondslag. Het inzicht in de reële waarde is bij toepassing van historische kostprijs beperkt tot de toelichting. Er is namelijk sprake van onzichtbare stille reserves. De historische kostprijs is niet geschikt voor gebruik als sturingsinformatie.	De bedrijfswaarde, zijnde de netto contante waarde van de toekomstige kasstromen van de exploitatie, wordt over de door de woningcorporatie gekozen exploitatieperiode verplicht toegelicht in de jaarrekening. Beleidswijzigingen en transformatieacties kunnen tot relatieve grote schommelingen in het resultaat leiden. De bedrijfswaarde is beter dan de historische kostprijs geschikt voor gebruik als sturingsinformatie.	Waardering tegen marktwaarde heeft ingrijpende gevolgen voor de jaarrekening. Meerdere posten in balans en resultatenrekening worden geraakt. Het resultaat bevat hoge ongerealiseerde herwaarderingsresultaten. Het resultaat is relatief volatiel door jaarlijkse waarde mutaties. Deze mutatie volgt de algemene ontwikkelingen op de vastgoedmarkt en sluit daardoor goed aan bij het beeld en gevoel van betrokkenen. De marktwaarde is geschikt voor gebruik als sturingsinformatie.
Gevolgen stakeholders	Voor stakeholders van de woningcorporatie is de historische kostprijs een transparant en qua mutaties relatief goed te volgen waarderingsgrondslag. Doordat stille reserves in de waardering niet zichtbaar zijn, is het inzicht in de verdien capaciteit van de woningcorporatie niet aanwezig. Ook is het werkelijk rendement dat de woningcorporatie realiseert ten opzichte van en geobjectiveerde marktnorm afwezig. Hierdoor wordt niet duidelijk wat de inefficiëntie van de woningcorporatie is. De historisch kostprijs is niet geschikt om de vastgoedwaarde tussen woningcorporaties te vergelijken.	Doordat deze waardering is gebaseerd op aannames over toekomstige kasstromen, is de begrijpelijkheid van deze grondslag lager dan die van historische kostprijs. Het is relatief lastig zelfstandig mutaties te analyseren door de complexiteit van het achterliggende rekenmodel en het feit dat de ook de effecten van het woningcorporatiebeleid hierin hun weerslag hebben. Als gevolg van de invloed van het woningcorporatiebestel op de bedrijfswaarde, is deze waarderingsgrondslag in mindere mate geschikt om de vastgoedwaarde tussen woningcorporaties onderling te vergelijken.	Stakeholders hebben goed inzicht in de reële waarde van het vastgoed en het rendement van de woningcorporatie, maar ook hier is sprake van (door externe deskundigen gevalideerde) aannames. Een goede toelichting is noodzakelijk om de mutaties te verklaren. De marktwaarde is geschikt om de vastgoedwaarde tussen woningcorporaties onderling te vergelijken.
Gevolgend bedrijfsvoering	Door de eenvoud van de grondslag worden geen hoge eisen aan het kennisniveau en de capaciteit van de gesteld. Vanuit kosten perspectief is het derhalve een voordelige optie.	De complexiteit van de waarderingsgrondslag is hoger. Dit stelt hogere eisen aan de (kwaliteit van de) organisatie. Het woningcorporatiebeleid wordt vertaald in de waarde van het vastgoed.	Waardering tegen marktwaarde is complex en stelt hoge eisen aan (de kwaliteit van) de organisatie. Waardering op marktwaarde is een relatief kostbare variant doordat (externe) deskundigheid vereist is (bijvoorbeeld voor het uitvoeren van taxaties). Voordeel is dat het inzicht in waardeontwikkeling en –sturing aanwezig is om de maatschappelijke prestatie van de woningcorporatie te laten zien.

82 Bijlage II - opzet Survey

Afwegingskaders

Corporatie D

	Resultaat beleidswaarde	Investering < Toename beleidswaarde	Norm	618	710	618	: streefhuur inbreng : streefhuur exploitatie
				618	710	710	
Beleidswaarde		Investering < Toename beleidswaarde		€ -30.817	€ -31.723	€ -20.339	
Marktwaarde	Investeringen ten opzichte van de leegwaarde	Renovatie: Inbrengwaarde MW verhuurde staat + stichtingskosten =< leegwaarde na renovatie		€ 1.440	€ 1.440	€ 1.440	
Marktwaarde	Resultaat op basis van Marktwaarde in verhuurde staat	Investering < Toename marktwaarde (evt gecorrigeerd voor exploitatie technisch noodzakelijke investeringen)		€ -33.970	€ -33.970	€ -33.970	
Beleidswaarde	Direct rendement gemiddeld over de eerst jaar 5 jaar van de exploitatie?	Renovatie: Direct rendement komende vijf jaar > gemiddelde direct rendement van deze PMC afgelopen vijf jaar	nvt	5,37%	5,43%	5,43%	
Marktwaarde/ beleidswaarde	Rendement IRR	De IRR over de restant levensduur is hoger dan het gewenst rendement voor dit soort vastgoed van ..%	4,56%	0,83%	1,67%	1,67%	

1. Verwacht u dat het project uitgevoerd gaat worden in de huidige vorm? (streefhuur inbreng 618, streefhuur exploitatie 618)

a: JA / NEE
b: JA / NEE

Externe factoren

Project zonder externe aandacht
Toezeggingen naar bewoners en gemeente gedaan, verwachten een soortgelijke ingreep (niet zwart op wit, verwachtingen geschept).

Toelichting

Indien bij vraag 1a of b Nee => graag onderstaande vragen 2 t/m 6 beantwoorden:

2. Welk(e) afwegingskader(s) is/zijn doorslaggevend voor uw keuze Nee?

Toelichting

Bezuinigingen

3a. Wordt er gezocht naar bezuinigingen zodat het project wel voldoet aan de financiële kaders?

JA / NEE

3b. Bezuinigingen

Geen optie of prioritering aangeven:

Technisch, materialisatie	Kozijnen niet van hardhout maar van aanzienlijk mindere kwaliteit	
Duurzaamheid	Geen labelstap, woningen blijven energielabel D	
Esthetica	Gevelindeling en aanpassing entree wijzigt niet	

4. Wordt er gezocht naar meer opbrengsten : streefhuur inbreng 618, streefhuur exploitatie 710 (niet passend toewijzen)?

JA / NEE

Toelichting

Aanpassen overige parameters

5. Worden parameters onderbouwd complexspecifieker ingevoerd in het rekenmodel met een positief effect op de financiële uitkomsten ? Indien JA, welke onderdelen?

JA / NEE

Toelichting

8.3 Bijlage III – uitkomsten specifieke investeringsprojecten

8.3.1 Renovatieproject eengezinswoning

8.3.1.1 Beleidswaarde

Tabel 35: NCW beleidswaarde uitponden renovatieproject eengezinswoning

Woningwoningcorpo ratie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-36	-99	-40	103	50	50	-6	-6	-2	-2	0	19
Corporatie C	-32	-114	-40	121	79	80	-16	-9	-5	-8	0	1
Corporatie D	-31	-95	-40	104	46	57	-8	-7	0	-2	0	17

Tabel 36: IRR, BAR, NAR beleidswaarde uitponden renovatieproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	4,20%	4,33%	2,31%
BAR	5,25%	5,36%	5,16%
NAR	3,33%	3,14%	2,89%

8.3.2 Renovatieproject meergezinswoning

8.3.2.1 Bedrijfswaarde

Tabel 37: NCW bedrijfswaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-13	-58	-44	89	148	0	-21	-20	-8	-13	0	2
Corporatie B	-23	-58	-44	79	0	0	0	0	0	0	0	0
Corporatie C	-16	-65	-44	93	139	0	-25	-23	0	0	0	2

Tabel 38: IRR, BAR, NAR bedrijfswaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C
IRR	4,28%	3,33%	4,06%
BAR	5,69%	5,80%	5,81%
NAR	3,20%	3,50%	3,86%

8.3.2.2 Beleidswaarde

Tabel 39: NCW beleidswaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-41	-132	-44	135	100	0	-17	-13	-6	-9	0	80
Corporatie B	-39	-86	-44	91	70	0	-9	-8	-3	-2	0	43
Corporatie C	-38	-79	-44	85	72	0	-12	-12	0	-2	0	39
Corporatie D	-16	-52	-44	80	152	0	-33	-17	-10	-14	0	3

Tabel 40: IRR, BAR, NAR beleidswaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	0,49%	4,17%	4,10%	2,84%
BAR	5,71%	5,80%	5,93%	5,71%
NAR	3,11%	3,71%	3,49%	3,22%

Tabel 41: NCW beleidswaarde uitponden renovatieproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investeringen	Restwaarde
Corporatie B	-37	-95	-44	103	42	63	-5	-5	-2	-1	0	11
Corporatie C	-35	-90	-44	100	41	61	-7	-7	0	-1	0	12
Corporatie D	-21	-100	-44	123	60	90	-12	-7	-4	-6	0	0

Tabel 42: IRR, BAR, NAR beleidswaarde uitponden renovatieproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	3,07%	3,25%	2,33%
BAR	5,82%	5,94%	5,72%
NAR	3,76%	3,51%	3,24%

8.3.2.3 Marktwaarde

Tabel 43: NCW marktwaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investeringen	Restwaarde
Corporatie B	-34	-105	-44	115	80	0	-9	-3	-3	-2	0	53
Corporatie C	-34	-94	-44	104	81	0	-15	-4	-4	-2	0	47
Corporatie D	-35	-93	-44	102	146	0	-29	-6	-7	-2	0	0

Tabel 44: IRR, BAR, NAR marktwaarde doorexploiteren renovatieproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	5,10%	4,89%	6,02%
BAR	5,90%	6,06%	5,66%
NAR	4,16%	3,75%	3,50%

Tabel 45: NCW marktwaarde uitponden renovatieproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-45	-105	-44	105	42	63	-5	-2	-2	-1	0	11
Corporatie C	-37	-94	-44	101	41	63	-9	-2	-2	-1	0	12
Corporatie D	-33	-93	-44	105	47	74	-10	-2	-3	-1	0	0

Tabel 46: IRR, BAR, NAR marktwaarde uitponden renovatieproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	2,37%	2,99%	4,50%
BAR	5,76%	5,90%	5,52%
NAR	4,05%	3,57%	3,36%

8.3.3 Nieuwbouwproject eengezinswoning

8.3.3.1 Bedrijfswaarde

Tabel 47: NCW bedrijfswaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-31		-150	119	223	0	-29	-27	-11	-29	-9	1
Corporatie B	-60		-150	90	181	0	-34	-20	-8	-30	0	1
Corporatie C	-25		-150	125	188	0	-35	-29	0	0	0	1

Tabel 48: IRR, BAR, NAR bedrijfswaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C
IRR	4,28%	2,74%	4,34%
BAR	3,16%	3,22%	3,22%
NAR	1,50%	1,72%	2,11%

8.3.3.2 Beleidswaarde

Tabel 49: NCW beleidswaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	3		-150	153	100	0	-12	-13	-6	-16	0	101
Corporatie B	-39		-150	111	71	0	-10	-8	-3	-3	0	65
Corporatie C	-49		-150	101	74	0	-13	-12	0	-3	0	55
Corporatie D	-67		-150	83	211	0	-52	-27	-15	-36	0	1

Tabel 50: IRR, BAR, NAR beleidswaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	2,88%	4,57%	3,61%	1,98%
BAR	3,17%	3,22%	3,29%	3,16%
NAR	1,66%	1,79%	1,71%	1,56%

Tabel 51: NCW beleidswaarde uitponden nieuwbouwproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	0		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Corporatie C	-24		-150	126	58	55	-8	-7	-3	-3	0	33
Corporatie D	-2		-150	148	43	105	-7	-7	0	-2	0	17

Tabel 52: IRR, BAR, NAR beleidswaarde uitponden nieuwbouwproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	5,16%	6,89%	5,88%
BAR	3,22%	3,29%	3,16%
NAR	1,80%	1,71%	1,56%

8.3.3.3 Marktwaaarde

Tabel 53: NCW marktwaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-12		-150	138	79	0	-10	-3	-4	-3	0	79
Corporatie C	-4		-150	146	91	0	-11	-4	-4	-3	0	76
Corporatie D	-19		-150	131	168	0	-20	-6	-8	-2	0	0

Tabel 54: IRR, BAR, NAR marktwaarde doorexploiteren nieuwbouwproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	6,46%	6,84%	6,54%
BAR	3,24%	3,43%	5,54%
NAR	2,02%	2,14%	3,74%

Tabel 55: NCW marktwaarde uitponden nieuwbouwproject eengezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-22		-150	128	57	55	-8	-3	-3	-3	0	33
Corporatie C	3		-150	153	42	109	-7	-2	-2	-2	0	16
Corporatie D	-44		-150	106	63	61	-9	-3	-4	-2	0	0

Tabel 56: IRR, BAR, NAR marktwaarde uitponden nieuwbouwproject eengezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	5,38%	7,47%	4,30%
BAR	3,18%	3,26%	5,37%
NAR	1,97%	1,97%	3,57%

8.3.4 Nieuwbouwproject meergezinswoning

8.3.4.1 Bedrijfswaarde

Tabel 57: NCW bedrijfswaarde [doorexploiteren](#) nieuwbouwproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-54		-165	111	204	0	-29	-27	-11	-18	-9	1
Corporatie B	-70		-165	95	175	0	-34	-20	-8	-19	0	1
Corporatie C	-45		-165	120	183	0	-35	-29	0	0	0	1

Tabel 58: IRR, BAR, NAR bedrijfswaarde [doorexploiteren](#) nieuwbouwproject meergezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C
IRR	3,98%	2,52%	3,69%
BAR	4,96%	5,05%	5,06%
NAR	2,62%	2,95%	3,32%

8.3.4.2 Beleidswaarde

Tabel 59: NCW beleidswaarde [doorexploiteren](#) nieuwbouwproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie A	-14		-165	151	99	0	-17	-13	-6	-10	0	98
Corporatie B	-74		-165	91	69	0	-10	-8	-3	-2	0	46
Corporatie C	-69		-165	96	71	0	-13	-12	0	-2	0	51
Corporatie D	-70		-165	95	206	0	-50	-26	-14	-22	0	1

Tabel 60: IRR, BAR, NAR beleidswaarde [doorexploiteren](#) nieuwbouwproject meergezinswoning

	Corporatie A	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	1,95%	2,30%	2,70%	2,31%
BAR	4,97%	5,05%	5,16%	4,97%
NAR	2,62%	3,04%	2,94%	2,71%

Tabel 61: NCW beleidswaarde uitponden nieuwbouwproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = Resultaat NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-35		-165	130	58	101	-12	-7	-4	-6	0	0
Corporatie C	-59		-165	106	46	58	-7	-5	-2	-2	0	17
Corporatie D	-58		-165	107	42	65	-9	-7	0	-1	0	16

Tabel 62: IRR, BAR, NAR beleidswaarde uitponden nieuwbouwproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	1,88%	1,62%	2,29%
BAR	5,06%	5,16%	4,97%
NAR	3,07%	2,79%	2,70%

8.3.4.3 Marktwaaarde

Tabel 63: NCW marktwaarde doorexploiteren nieuwbouwproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-58		-165	107	74	0	-10	-3	-3	-2	0	52
Corporatie C	-54		-165	111	77	0	-13	-4	-4	-2	0	57
Corporatie D	-64		-165	101	135	0	-19	-6	-7	-2	0	0

Tabel 64: IRR, BAR, NAR marktwaarde doorexploiteren nieuwbouwproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	3,61%	3,93%	5,08%
BAR	5,07%	5,22%	5,47%
NAR	3,37%	3,25%	3,66%

Tabel 65: NCW marktwaarde uitponden nieuwbouwproject meergezinswoning

Woningcorporatie	Resultaat NCW	som = uitkomst afweging op NCW			som = NCW na oplevering totaal							
		Inbrengwaarde	Stichtingskosten	NCW na oplevering totaal	Verhuur	Verkoop	Onderhoud	Beheer	Belastingen, verzekeringen	Heffingen	Investerings	Restwaarde
Corporatie B	-57		-165	108	46	58	-7	-2	-2	-2	0	17
Corporatie C	-55		-165	110	41	68	-8	-2	-2	-2	0	15
Corporatie D	-59		-165	106	46	74	-7	-2	-3	-1	0	0

Tabel 66: IRR, BAR, NAR marktwaarde uitponden nieuwbouwproject meergezinswoning

	Corporatie B	Corporatie C	Corporatie D
IRR	2,08%	1,93%	2,87%
BAR	5,00%	5,13%	5,37%
NAR	3,33%	3,15%	3,56%

8.4 Bijlage IV - afwegingskaders vs uitkomsten specifieke investeringsprojecten

8.4.1 Renovatieproject meergezinswoning

Tabel 67: afwegingskaders Corporatie A renovatieproject meergezinswoning

Corporatie A				€ 576	€ 710	€ 576
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top maximaal	€ -36.000	kernindicator	€ -13.059	€ -4.137	€ 5.706
2. Beleidswaarde	Minimale rendementseis (IRR)	2,7%	signaal	0,49%	0,68%	1,29%

Tabel 68: afwegingskaders Corporatie B renovatieproject meergezinswoning

Corporatie B				€ 576	€ 710	€ 576
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabel renovatie / sloop-nieuwbouw (1.000 per jaar)	€ -30.000	kernindicator	€ -22.871	€ -17.815	€ -9.752
2. Beleidswaarde	Renovatie en sloop-nieuwbouw DAEB (WACC - 1%)	2,20%	kernindicator	4,17%	4,46%	5,14%
3. Marktwaarde	IRR Renovatie en sloop-nieuwbouw (Marktconform - 5,5%)	2,06%	kernindicator	5,10%	5,10%	5,10%
4. Marktwaarde	Marktwaarde-leegwaarde ratio renovatie	65,0%	kernindicator	89,61%	89,61%	89,61%

Tabel 69: afwegingskaders Corporatie C renovatieproject meergezinswoning

Corporatie C				€ 576	€ 710	€ 576
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top bedrijfswaarde volgens Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)		signaal	€ -16.105	€ -7.510	€ 3.599
2. Beleidswaarde	IRR beleidswaarde doorexpluiten	3,7%	kernindicator	4,10%	4,57%	5,51%
3. Marktwaarde	IRR marktwaarde in verhuurde staat	5,20%	kernindicator	4,89%	4,89%	4,89%
4. Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ -10.333	€ -10.333	€ -10.333
5. Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		kernindicator	€ -34.583	€ -34.583	€ -34.583
6. Marktwaarde	BAR	-	signaal	6,06%	6,06%	6,06%
7. Marktwaarde	NAR	-	signaal	3,75%	3,75%	3,75%

Tabel 70: afwegingskaders Corporatie D renovatieproject meergezinswoning

Corporatie D				€ 576	€ 710	€ 576
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710	€ 710
1.Beleidswaarde	Beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0		kernindicator	€ -15.771	€ -6.022	€ 5.614
2.Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ -9.526	€ -9.526	€ -9.526
3.Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		signaal	€ -32.998	€ -32.998	€ -32.998
4.Beleidswaarde	Renovatie: Direct rendement komende vijf jaar > gemiddelde direct rendement van deze PMC afgelopen vijf jaar	Data niet beschikbaar	signaal	5,93%	6,04%	6,04%
5.Marktwaarde/ beleidswaarde	Rendement IRR over de restant levensduur is hoger dan het gewenst rendement voor dit soort vastgoed van ..%	4,13%	signaal	0,64%	2,22%	2,22%

8.4.2 Nieuwbouwproject eengezinswoning

Tabel 71: afwegingskaders Corporatie A nieuwbouwproject eengezinswoning

Corporatie A				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top maximaal	€ -47.500	kernindicator	€ -34.237	€ -1.345
2. Beleidswaarde	Minimale rendementseis (IRR)	2,7%	signaal	3,44%	4,85%

Tabel 72: afwegingskaders Corporatie B nieuwbouwproject eengezinswoning

Corporatie B				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabel renovatie / sloop-nieuwbouw (1.000 per jaar)	€ -40.000	kernindicator	€ -51.170	€ -27.468
2. Beleidswaarde	Renovatie en sloop-nieuwbouw DAEB (WACC - 1%)	4,20%	kernindicator	5,26%	6,57%
3. Marktwaarde	IRR Renovatie en sloop-nieuwbouw (Marktconform - 5,5%)	5,71%	kernindicator	6,90%	7,85%
4. Marktwaarde	Marktwaarde-leegwaarde ratio renovatie	65,0%	kernindicator	63,98%	70,91%

Tabel 73: afwegingskaders Corporatie C nieuwbouwproject eengezinswoning

Corporatie C				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710
1. Bedrijfswaarde	Onrendabele top bedrijfswaarde volgens Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)		signaal	€ -19.805	€ 12.585
2. Beleidswaarde	IRR beleidswaarde doorexpluiten	3,6%	kernindicator	4,19%	5,69%
3. Marktwaarde	IRR marktwaarde in verhuurde staat	5,20%	kernindicator	7,91%	8,86%
4. Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ 70.000	€ 70.000
5. Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		signaal	€ 3.054	€ 12.161
6. Marktwaarde	BAR	-	signaal	3,65%	4,13%
7. Marktwaarde	NAR	-	signaal	2,36%	2,84%

Tabel 74: afwegingskaders Corporatie D nieuwbouwproject eengezinswoning

Corporatie D				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 618	€ 710
1.Beleidswaarde	Beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0		kernindicator	€ -49.353	€ -14.993
2.Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ 70.000	€ 70.000
3.Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		signaal	€ -17.916	€ -8.145
4.Beleidswaarde	Renovatie: Direct rendement komende vijf jaar > gemiddelde direct rendement van deze PMC afgelopen vijf jaar	Data niet beschikbaar	signaal	3,52%	4,05%
5.Marktwaarde/ beleidswaarde	Rendement IRR over de restant levensduur is hoger dan het gewenste rendement voor dit soort vastgoed van ..%	4,47%	signaal	0,60%	1,47%

8.4.3 Nieuwbouwproject meergezinswoning

Tabel 75: afwegingskaders Corporatie A nieuwbouwproject meergezinswoning

Corporatie A				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710
1.Bedrijfswaarde	Onrendabele top maximaal	€ -58.800	kernindicator	€ -53.591	€ -5.897
2.Beleidswaarde	Minimale rendementseis (IRR)	2,7%	signaal	1,95%	4,05%

Tabel 76: afwegingskaders Corporatie B nieuwbouwproject meergezinswoning

Corporatie B				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710
1.Bedrijfswaarde	Onrendabel renovatie / sloop-nieuwbouw (1.000 per jaar)	€ -40.000	kernindicator	€ -70.159	€ -36.188
2.Beleidswaarde	Renovatie en sloop-nieuwbouw DAEB (WACC - 1%)	4,20%	kernindicator	2,30%	4,20%
3.Marktwaarde	IRR Renovatie en sloop-nieuwbouw (Marktconform - 5,5%)	6,11%	kernindicator	3,61%	4,69%
4.Marktwaarde	Marktwaarde-leegwaarde ratio renovatie	65,0%	kernindicator	74,76%	84,86%

Tabel 77: afwegingskaders Corporatie C nieuwbouwproject meergezinswoning

Corporatie C				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710
1.Bedrijfswaarde	Onrendabele top bedrijfswaarde volgens Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV)		signaal	€ -45.232	€ -2.503
2.Beleidswaarde	IRR beleidswaarde doorexploiteren	3,7%	kernindicator	2,70%	4,88%
3.Marktwaarde	IRR marktwaarde in verhuurde staat	5,20%	kernindicator	3,93%	4,81%
4.Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ -25.000	€ -25.000
5.Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		signaal	€ -57.186	€ -44.694
6.Marktwaarde	BAR	-	signaal	5,22%	6,32%
7.Marktwaarde	NAR	-	signaal	3,25%	4,34%

Tabel 78: afwegingskaders Corporatie D nieuwbouwproject meergezinswoning

Corporatie D				aanvangshuur	
Waardering	Omschrijving	Norm	Kernindicator of signaal	€ 576	€ 710
1.Beleidswaarde	Beleidswaarde na ingreep – beleidswaarde voor ingreep - investering = minimaal 0		kernindicator	€ -70.028	€ -21.970
2.Marktwaarde	De getaxeerde leegwaarde na ingreep dient hoger te zijn dan inbrengwaarde + investering ingreep.		kernindicator	€ -25.000	€ -25.000
3.Marktwaarde	Marktwaarde na ingreep > marktwaarde voor ingreep + investering		signaal	€ -61.916	€ -51.613
4.Beleidswaarde	Renovatie: Direct rendement komende vijf jaar > gemiddelde direct rendement van deze PMC afgelopen vijf jaar	Data niet beschikbaar	signaal	5,16%	6,36%
5.Marktwaarde/ beleidswaarde	Rendement IRR over de restant levensduur is hoger dan het gewenste rendement voor dit soort vastgoed van ..%	4,64%	signaal	0,68%	1,96%