



finance ideas

Verbeteren beleidswaarde

Johan Conijn, Daan Vrijmoet en Jelmer Dioncre

16 september 2022

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting	3
1. Inleiding	8
1.1. Doelstelling onderzoek	8
1.2. Deelnemers	9
1.3. Leeswijzer	10
2. Enquête	12
3. Oplossingsrichtingen en beoordeling	16
3.1. Selectie oplossingsrichtingen	16
3.2. Beoordelingskader	16
4. Disconteringsvoet	18
4.1. Uitdagingen	18
4.2. Oplossingsrichtingen: realistische rendementseis	21
4.3. Gevolgen	27
4.4. Beoordeling	27
5. Woontechnische veroudering	29
5.1. Inleiding	29
5.2. Woontechnische veroudering	29
5.3. Omvang woontechnische veroudering	30
5.4. De huidige berekening van de beleidswaarde	30
5.5. Conclusie	34
5.6. Onderhoud versus verbeterinvesteringen	35
5.7. Oplossingsrichtingen	35
5.8. Dilemma's	37
6. Beoordeling oplossingsrichtingen	40
7. Conclusies en advies	44
7.1. Vervolgproces	45
Contactinformatie	46
Bijlage 1: Opzet onderzoek	47

Managementsamenvatting

Het merendeel van de corporaties stuurt vooral op de kasstromen om de financiële continuïteit te bewaken. Daarnaast zijn corporaties verplicht om de marktwaarde en beleidswaarde van hun vastgoed op te leveren. Deze begrippen hebben voor veel corporaties momenteel slechts beperkt toegevoegde waarde. Dit is zonde, met name omdat er veel tijd en geld gaat zitten in het berekenen en onderhouden van deze begrippen. Bovendien kan waardebeheer naast kasstroomsturing ook iets toevoegen aan het instrumentarium. Voorwaarde is wel dat er een waardebegrip wordt gehanteerd dat beter aansluit bij de sector. Wij hebben ons tot doel gesteld om een beter alternatief te ontwikkelen. In dit rapport richten wij ons op de beleidswaarde omdat deze waarde, in tegenstelling tot de marktwaarde, is gebaseerd op de voorgenomen exploitatie van een woningcorporatie. De beleidswaarde schiet als waardebegrip nog tekort. Deze tekortkomingen zijn¹:

- De beleidsconforme kasstromen van de woningcorporatie worden contant gemaakt met de disconteringsvoet (=rendementseis) van de belegger. Het (impliciete) risicoprofiel van de exploitatie van de belegger is echter hoger dan dat van de woningcorporatie. Als gevolg hiervan is de disconteringsvoet, waarmee de beleidswaarde wordt berekend, te hoog;
- De marktconteringsvoet is volatiel, waardoor ook de beleidswaarde volatiel is. De exploitatie van de corporaties geeft hier geen aanleiding voor;
- Bij de berekening van de beleidswaarde wordt aangenomen dat er sprake is van een eeuwigdurende exploitatie. Dat is niet aannemelijk;
- Woningen zijn onderhevig aan woontechnische veroudering. De beleidswaarde houdt geen rekening met de verbeterinvesteringen die vanwege de woontechnische veroudering noodzakelijk zijn.

Deze tekortkomingen hebben aanzienlijke consequenties voor de financiële sturing bij woningcorporaties:

- De volatiliteit van de beleidswaarde leidt tot een volatiele Loan-to-Value (LTV) en dit heeft invloed op de leningsruimte van de corporaties en de sector als totaal. Bij een dalende marktconteringsvoet stijgt de leningsruimte en bij een stijgende marktconteringsvoet gebeurt het omgekeerde. Dit maakt het lastig om een investeringsbeleid voor de (middel)lange termijn te voeren;
- Investeringskosten in bestaand bezit hebben nauwelijks waarde-effecten. Levensduurverlenging is niet mogelijk en kwaliteitsverbetering (bijvoorbeeld verduurzaming) levert nauwelijks waarde op vanwege de fictie dat de woning in de huidige staat oneindig exploitabel is. Hierdoor ontstaat rekentechnisch het beeld dat noodzakelijke ingrepen in de woningvoorraad niets opleveren, terwijl ze nodig zijn om de continuïteit van de exploitatie mogelijk te maken. Het gevolg hiervan is dat met de huidige beleidswaarde geen goede afweging mogelijk is bij het doen van investeringen in de bestaande woningvoorraad. Gezien de noodzakelijke investeringen de komende jaren is dit een verkeerd signaal;
- Het is onduidelijk voor woningcorporaties of zij een duurzaam verdienmodel hebben. Als woningverbetering, inclusief verduurzaming, noodzakelijk is om woningen op termijn te kunnen blijven exploiteren, dan moet er altijd voldoende investeringscapaciteit zijn voor dergelijke ingrepen. De huidige financiële ratio's op beleidswaarde in combinatie met de ICR, geven hier onvoldoende houvast;
- Door verbeterinvesteringen (renovatie plus verduurzaming) vanwege de optredende woontechnische veroudering niet als noodzakelijk mee te nemen, wordt het risico in de exploitatie onderschat. Denken we echt dat niet-verduurzaamde woningen op termijn exploitabel blijven? De recent afgesloten Nationale prestatieafspraken tonen aan dat dit niet het geval is. De huidige financiële ratio's op beleidswaarde laten dus

¹ Johan Conijn: Sturen op het eigen vermogen; het perspectief van woningcorporaties, Platform 31, februari 2021

onvoldoende de claim zien die toekomstige ingrepen van bestaand bezit leggen op kasstromen en waarde. Dit belemmert het risicomanagement door woningcorporaties en op sectorniveau door WSW.

Om de beleidswaarde voor woningcorporaties bruikbaar te maken voor vastgoedsturing, financiële sturing en risicomanagement is het wenselijk dat er een voor corporaties relevante disconteringsvoet wordt gebruikt in de berekening van de beleidswaarde. Daarnaast dienen de noodzakelijke verbeterinvesteringen een plek te krijgen in de bepaling van de beleidswaarde.

Disconteringsvoet

In het onderzoek is een aantal mogelijke methoden onderzocht voor het bepalen van een corporatiespecifieke disconteringsvoet. Deze methoden zijn beoordeeld op hun bruikbaarheid voor corporaties en andere belanghebbenden, zoals WSW, Aw en het ministerie voor VRO. Een disconteringsvoet, bepaald op basis van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) van corporaties, komt naar voren als meest geschikte methode. Een disconteringsvoet op basis van de WACC is transparant, herkenbaar en te bepalen met behulp van beschikbare gegevens. Daarnaast kan een goede mix gevonden worden tussen het gebruik van generieke informatie ten behoeve van vergelijkbaarheid en stabiliteit en specifieke informatie van de corporatie wat de interne sturing met behulp van de beleidswaarde ten goede komt.

Het introduceren en toepassen van een aangepaste disconteringsvoet is relatief eenvoudig, omdat er bij de berekening van de beleidswaarde methodisch niets wijzigt en de benodigde informatie voor het vaststellen van de nieuwe disconteringsvoet beschikbaar is. Het leidt wel tot een lagere disconteringsvoet, dan de marktconteringsvoet die momenteel wordt gebruikt. Om de leningsruimte gelijk te houden, moeten Aw en WSW de grenswaarden van de ratio's die zijn gebaseerd op de beleidswaarde (LTV en solvabiliteit) mogelijk opnieuw kalibreren. Het introduceren van een corporatiespecifieke disconteringsvoet heeft onder andere als doel de investeringsruimte meer stabiel te maken over tijd en niet om deze ruimte te vergroten.

Woontechnische veroudering

De berekening van de beleidswaarde is mede gebaseerd op het rekentechnische uitgangspunt van een eeuwigdurende exploitatie. Echter, woontechnische (functionele) veroudering kan ertoe leiden dat de woning (op termijn) niet meer goed verhuurbaar is. Ook de noodzaak om de komende jaren de woning te verduurzamen, speelt geen rol bij de berekening van de beleidswaarde. Hiermee geeft de beleidswaarde een overschatting van de feitelijke toekomstige netto kasstromen. Er zijn diverse mogelijkheden om in de beleidswaarde rekening te houden met uitgaven die voortvloeien uit de noodzaak de woning periodiek aan te passen aan de veranderende woonbehoeften of wooneisen. Voor de deelnemers gaat de uiteindelijke keuze tussen de *generieke* benadering waarbij op basis van kwaliteitskenmerken van de woning, een afslag op de beleidswaarde wordt ingerekend, en de *corporatiespecifieke* benadering waarbij de in de eigen meerjarenprognose opgenomen verbeterinvesteringen in de beleidswaarde ingerekend worden. De generieke en de corporatiespecifieke benadering hebben elk hun eigen voor- en nadelen.

Kenmerkend voor het bepalen van de beleidswaarde inclusief woontechnische veroudering, is een duidelijke focus op de investeringsopgave, die in de bestaande woningvoorraad aanwezig is. Er ontstaat meer inzicht in de omvang van deze opgave voor de komende tien jaar, vanuit een generiek, dan wel vanuit een corporatiespecifiek perspectief. Als deze opgave relatief groot is, komt dat tot uitdrukking in een lagere beleidswaarde. Hierdoor wordt een deel van het risico dat in het vastgoed zit, maar momenteel niet in de waarde wordt meegenomen, zichtbaar. Als de opgave relatief gering is, levert dat een hogere beleidswaarde op. Zodra de opgave is uitgevoerd, stijgt de beleidswaarde weer, waardoor met de verbeterinvestering ook waarde toegevoegd wordt. Dat is een groot voordeel ten opzichte van de huidige beleidswaarde.

Een consequentie van deze benadering is wel dat de verbeterde beleidswaarde niet op dezelfde wijze als nu gebruikt kan worden voor het bepalen van de leningsruimte door het WSW. Als een relatief lage beleidswaarde het gevolg is van een grote investeringsopgave, zou dat niet tot minder, maar juist tot meer leningsruimte aanleiding kunnen geven, mits deze ruimte ook wordt benut voor het verbeteren van de voorraad. Door met de leningen te investeren in de voorraad stijgt de beleidswaarde immers. Daarmee ontstaat een dubbele stimulans voor verbeterinvesteringen.

Een voordeel is ook dat de verbeterde beleidswaarde zich beter leent voor financiële sturing bij de woningcorporatie. Er ontstaat met deze beleidswaarde een beter inzicht in de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen. Daarmee heeft de woningcorporatie meer mogelijkheden om te sturen op de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen.

Een nadeel is dat de berekening van de verbeterde beleidswaarde complexer wordt, omdat de verbeterinvesteringen ook in de berekening meegenomen moeten worden.

Conclusies en advies

Ondanks de verschillen tussen woningcorporaties in hun visie op waardesturing, is er overeenstemming tussen de deelnemers dat de beleidswaarde zoals die nu wordt gebruikt aanzienlijk kan worden verbeterd. Deelnemers dringen aan op twee verbeteringen die er voor zorgen dat woningcorporaties meer aan de beleidswaarde hebben bij hun sturing en risicomanagement. Dit draagt ook bij aan het belang dat Autoriteit woningcorporaties, Waarborgfonds Sociale Woningbouw en het ministerie voor VRO in de beleidswaarde hebben. De voorgestelde verbeteringen zijn:

1. Introduceer een disconteringsvoet gebaseerd op de rendementseis van de corporatiesector in plaats van de huidige disconteringsvoet die ontleend is aan de rendementseis van beleggers;
2. Houd rekening met de toekomstige verbeterinvesteringen die noodzakelijk zijn om de woning te verduurzamen en de woontechnische veroudering ongedaan te maken.

Ad 1

Deelnemers verzoeken het ministerie, Aw en WSW de marktdisconteringsvoet die momenteel in de berekening van de beleidswaarde wordt gebruikt, te vervangen door een corporatiespecifieke disconteringsvoet. Het bepalen van deze disconteringsvoet kan plaatsvinden via de WACC-methode. De deelnemers pleiten ervoor een corporatiespecifieke WACC te bepalen, omdat dit de meeste waarde toevoegt voor interne sturing, relatief eenvoudig is en het de belangen van Aw, WSW en het ministerie niet schaadt. Ook, zo is de verwachting, zal deze op de WACC gebaseerde disconteringsvoet leiden tot een minder volatiele beleidswaarde waardoor de investeringsruimte een stabielere verloop laat zien. Aw en WSW dienen een aantal keuzes te maken over de te hanteren parameters, over de hoogte van een risico-opslag op de WACC en of een aanpassing van de normen voor de LTV en de solvabiliteit noodzakelijk is. Dat lijkt overkomelijk als hierdoor een beleidswaarde ontstaat die de woningcorporaties aanzienlijk meer biedt dan de huidige beleidswaarde.

Ad 2

De deelnemende corporaties zien het ontbreken van de noodzakelijke verbeterinvesteringen als verplichting die op de woningen rust, als een serieuze tekortkoming bij de bepaling van de beleidswaarde. Als gevolg hiervan laten verbeterinvesteringen momenteel ten onrechte een te negatief beeld zien. Dit kan een rem vormen op het uitvoeren van de noodzakelijke verbeterinvesteringen. Ook vanuit risicomanagement is het onwenselijk dat het waardebegrip de investeringsverplichtingen die met de woning samenhangen, onvoldoende weerspiegelen. Corporaties hebben onvoldoende zicht op de houdbaarheid van hun bedrijfsmodel als het waardebegrip noodzakelijke verbeteringen buiten

beeld houdt. Zeker nu ook de rijksoverheid meer dan ooit aan de sector vraagt om te investeren in de kwaliteit en duurzaamheid van de woningvoorraad, is dit een zeer gewenste verbetering van de beleidswaarde.

Het opnemen van verbeterinvesteringen in de beleidswaarde vergt nadere uitwerking. Dit rapport geeft een duidelijke richting. De keuze gaat tussen de generieke benadering waarbij op basis van kwaliteitskenmerken van de woning de verbeterinvesteringen via een afslag op de beleidswaarde worden ingerekend en de corporatiespecifieke benadering waarbij de in de eigen meerjarenprognose opgenomen verbeterinvesteringen in de beleidswaarde ingerekend worden.

Dat het opnemen van de verbeterinvesteringen een belangrijke verbetering voor de beleidswaarde is, is duidelijk voor de deelnemers. Of invoering haalbaar is, binnen de randvoorwaarden die de externe belanghebbenden en ook de corporaties zelf onderschrijven (transparant, objectieve gegevens, verklaarbaar, voorspelbare investeringsruimte en administratieve lasten), is de vraag. Nadere uitwerking is nodig voordat aanpassingen van de beleidswaarde kunnen worden voorgesteld. Daarom verzoeken wij het ministerie, Aw en WSW om nader onderzoek te doen naar het opnemen van de noodzakelijke verbeterinvesteringen in de beleidswaarde.

Vervolgproces

Wij zien ons rapport als een bijdrage aan de evaluatie van de markt- en beleidswaarde die momenteel plaats vindt. Voor woningcorporaties is een verbetering van de beleidswaarde belangrijk. Wij realiseren ons dat met onze aanbevelingen niet het laatste woord is gezegd. Als volgende stap in het proces gaan we graag in gesprek met Aw, WSW en het ministerie voor VRO over ons rapport en onze aanbevelingen. Een gesprek geeft ons de gelegenheid om het rapport nader toe te lichten en vragen die er leven, te beantwoorden. Verder bieden wij, als groep van betrokken woningcorporaties, aan om ook in vervolg van het proces een inbreng te leveren. Daarmee beogen wij om gezamenlijk te komen tot een nadere uitwerking en invulling van de verbetering van de beleidswaarde. Wij denken met de betrokkenheid van woningcorporaties de beleidswaarde zodanig te kunnen verbeteren dat de toegevoegde waarde voor de sector maar ook voor de externe toezichthouders wordt vergroot.

HOOFDSTUK 1

INLEIDING

1. Inleiding

In 2016 is voor alle woningcorporaties marktwaarde de waarderingsgrondslag van het vastgoed in de jaarrekening geworden. Vervolgens is in 2018 als opvolger voor de bedrijfswaarde de beleidswaarde geïntroduceerd. Deze beleidswaarde dient in de toelichting in de jaarrekening vermeld te worden. Ook speelt de beleidswaarde een belangrijke rol bij de financiële beoordeling door de externe toezichhouders. Woningcorporaties denken verschillend over de bruikbaarheid van marktwaarde en beleidswaarde. Voor veel woningcorporaties staat kasstroomsturing centraal. Hoewel niet alle woningcorporaties evenveel belang hechten aan de waardering van het vastgoed, is er breed draagvlak over de wenselijkheid de beleidswaarde te verbeteren, zodat de beleidswaarde beter bruikbaar wordt voor interne sturing. De aanleiding om daar nu aandacht aan te besteden is dat het ministerie voor Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening momenteel een evaluatie van de marktwaarde en de beleidswaarde uitvoert. Om tijdens deze evaluatie van de beleidswaarde het gezichtspunt van de woningcorporaties goed tot zijn recht te laten komen, heeft Finance Ideas samen met 35 woningcorporaties een gezamenlijk onderzoek naar een verbeterde beleidswaarde uitgevoerd. Deze rapportage bevat concrete verbetervoorstellen die als input dienen voor de evaluatie die het ministerie van VRO uitvoert.

1.1. Doelstelling onderzoek

In de corporatiesector worden zowel de marktwaarde als de beleidswaarde gebruikt. De marktwaarde is gebaseerd op het te verwachten beleid van een belegger en weerspiegelt niet de vastgoedexploitatie van woningcorporaties. De beleidswaarde is juist wel gebaseerd op de voorgenomen exploitatie van een woningcorporatie, maar schiet als waardebegrip tekort. Deze tekortkomingen zijn²:

- De beleidsconforme kasstromen van de woningcorporatie worden contant gemaakt met de disconteringsvoet (=rendementseis) van de belegger. Het (impliciete) risicoprofiel van de exploitatie van de belegger is echter hoger dan dat van de woningcorporatie. Als gevolg hiervan is de disconteringsvoet, waarmee de beleidswaarde wordt berekend, te hoog;
- De marktdisconteringsvoet is volatiel, waardoor ook de beleidswaarde volatiel is. De exploitatie van de corporaties geeft hier geen, dan wel in veel mindere mate aanleiding voor;
- Bij de berekening van de beleidswaarde wordt aangenomen dat er sprake is van een eeuwigdurende exploitatie. Dat is niet aannemelijk;
- Woningen zijn onderhevig aan woontechnische veroudering. De beleidswaarde houdt geen rekening met de verbeterinvesteringen die vanwege die veroudering noodzakelijk zijn.

Deze tekortkomingen hebben aanzienlijke consequenties voor de financiële sturing bij woningcorporaties:

- De volatiliteit van de beleidswaarde leidt tot een volatiele Loan-to-Value (LTV) en dit heeft invloed op de leningsruimte van de corporaties en de sector als totaal. Bij een dalende marktdisconteringsvoet stijgt de leningsruimte en bij een stijgende marktdisconteringsvoet gebeurt het omgekeerde. Dit maakt het lastig om een investeringsbeleid op de (middel)lange termijn te voeren;
- Investeringsruimte in bestaand bezit hebben nauwelijks waarde-effecten. Levensduurverlenging is niet mogelijk en kwaliteitsverbetering (bijvoorbeeld verduurzaming) levert nauwelijks waarde op vanwege de fictie dat de woning in de huidige staat oneindig exploitabel is. Hierdoor ontstaat rekentechnisch het beeld dat noodzakelijke ingrepen in de woningvoorraad niets opleveren, terwijl ze nodig zijn om de continuïteit van de exploitatie mogelijk te maken. Het gevolg hiervan is dat met de huidige beleidswaarde geen goede afweging mogelijk is bij het doen van investeringen in de bestaande woningvoorraad. Gezien de noodzakelijke investeringen de komende jaren is dit een verkeerd signaal;

² Johan Conijn: Sturen op het eigen vermogen; het perspectief van woningcorporaties, Platform 31, februari 2021

- Het is onduidelijk voor woningcorporaties of zij een duurzaam verdienmodel hebben. Als woningverbetering, inclusief verduurzaming, noodzakelijk is om woningen op termijn te kunnen blijven exploiteren, dan moet er altijd voldoende investeringscapaciteit zijn voor dergelijke ingrepen. De huidige financiële ratio's op beleidswaarde in combinatie met de ICR, geven hiervoor onvoldoende houvast;
- Door woontechnische veroudering en kwaliteitsverbetering niet als noodzakelijk mee te nemen, wordt het risico in de exploitatie onderschat. Denken we echt dat niet-verduurzaamde woningen op termijn exploitabel blijven? De recent afgesloten Nationale prestatieafspraken tonen aan dat dit niet het geval is. De huidige financiële ratio's op beleidswaarde laten dus onvoldoende de claim zien die toekomstige ingrepen van bestaand bezit leggen op kasstromen en waarde. Dit belemmert het risicomanagement door woningcorporaties en op sectorniveau door WSW.

Het doel van het onderzoek is om zodanige verbeteringen voor te stellen dat de beleidswaarde van meer toegevoegde waarde is bij vastgoedsturing, financiële sturing en risicomanagement door woningcorporaties.

Deelnemers

Finance Ideas heeft woningcorporaties gevraagd deel te nemen aan het onderzoek. De bereidheid om mee te doen bleek groot, waardoor uiteindelijk 35 corporaties hebben deelgenomen aan het onderzoek (zie bijlage 1). Qua omvang representeren de deelnemers ongeveer 30% van de totale sector (op basis van gewogen verhuureenheden 29% en op basis van omzet 30%). De doelstelling om een gevarieerde groep deelnemers bij elkaar te brengen op basis van omvang en geografische ligging is daarmee bewerkstelligd. Daarnaast heeft Aedes als toehoorder aan het project deelgenomen.

Figuur 1. Deelnemers onderzoek verbeteren beleidswaarde



1.3. Leeswijzer

Met de deelnemers is, als startpunt van de discussie over de tekortkoming van de beleidswaarde en het doel van het onderzoek, een enquête gehouden. In hoofdstuk twee worden de resultaten van deze enquête toegelicht. Met de deelnemers is een brede waaier aan uitdagingen en mogelijke oplossingen besproken, wat heeft geleid tot een selectie van nader te analyseren oplossingsrichtingen. In hoofdstuk drie is inhoudelijk toegelicht waarom voor een uitwerking van bepaalde oplossingsrichtingen gekozen is. In hoofdstuk vier en vijf zijn de twee hoofduitdagingen inclusief oplossingsrichtingen uitgewerkt. Hoofdstuk vier gaat over de oplossingsrichting voor de disconteringsvoet. Hoofdstuk vijf over de woontechnische veroudering. Vervolgens hebben de deelnemers aan het onderzoek de oplossingsrichtingen beoordeeld. De uitkomsten hiervan worden besproken in hoofdstuk zes. Tenslotte wordt de opzet van het onderzoek beschreven in bijlage 1.

HOOFDSTUK 2

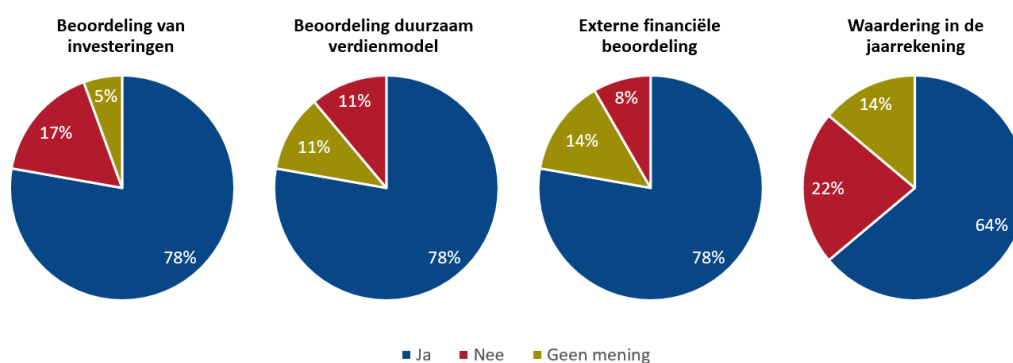
ENQUÊTE

2. Enquête

Alle 35 deelnemers hebben, voorafgaand aan de eerste gezamenlijke bijeenkomst, een enquête ontvangen waarin zij input hebben kunnen leveren over mogelijke verbeteringen op de huidige beleidswaarde. De enquête heeft 39 respondenten van in ieder geval 27 verschillende woningcorporaties³. De enquête brengt goed in beeld waar de grootste pijnpunten van de huidige beleidswaarde zitten en waar de wens van de deelnemers ligt voor verbetering. Onderstaand zijn de belangrijkste bevindingen voor de afzonderlijke thema's weergegeven.

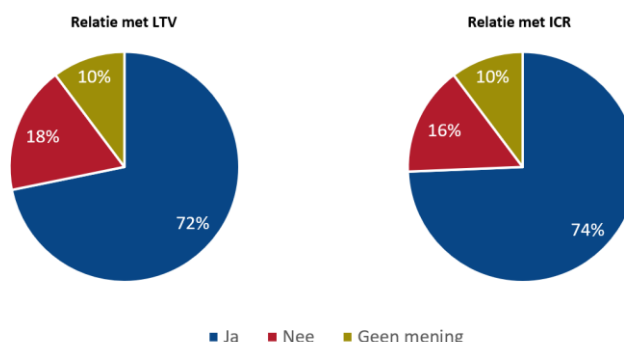
Bruikbaarheid beleidswaarde

Uit de enquête blijkt dat de deelnemers de beleidswaarde meer willen gebruiken bij de interne beoordeling van investeringen (78% van de deelnemers) en bij de beoordeling van het duurzaam verdienmodel (78% van de deelnemers). Ook is externe financiële beoordeling vaak genoemd (78% van de deelnemers), wat laat zien dat deelnemers niet de ambitie hebben om het huidige hoofddoel van de beleidswaarde aan te tasten. Minder vaak genoemd, maar tevens belangrijk, is de bruikbaarheid in de jaarrekening (64% van de deelnemers). De deelnemers geven aan dat de beleidswaarde in zijn huidige vorm, door beperkte uitlegbaarheid en ondermaatse bruikbaarheid in het kader van het rentmeesterschap, nog niet geschikt is om een bruikbaar waardebegrip te zijn.



Reikwijdte traject

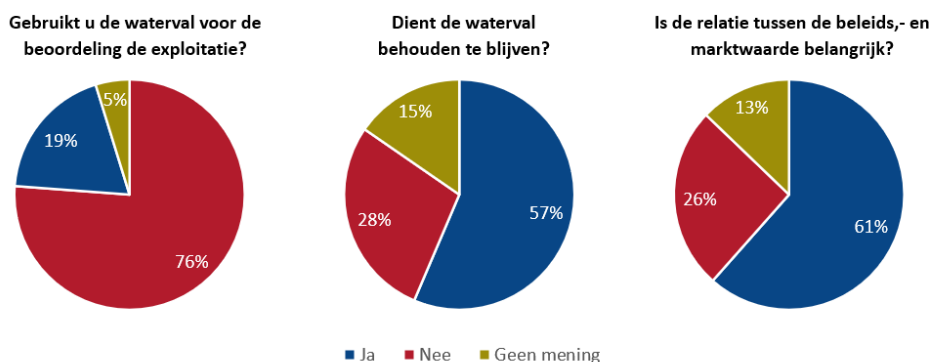
Indien de beleidswaarde door de gedane aanpassingen hoger of lager uitvalt, verbetert of verslechtert dit de investeringscapaciteit van woningcorporaties bij gelijke normen. Volgens de respondenten van de enquête is het belangrijk de verbetering van de beleidswaarde in samenhang met aanpassingen in de LTV en ICR te zien (respectievelijk 72% en 74% van de respondenten). Het is niet de insteek van het traject om de investeringscapaciteit van de sector te veranderen.



³ Meerdere personen van één organisatie konden de enquête invullen, waardoor het aantal respondenten hoger uitkomt dan de deelnemers. Aangezien het mogelijk is de enquête anoniem in te vullen, kan slechts worden gesteld dat de enquête in ieder geval door 27 verschillende organisaties is ingevuld.

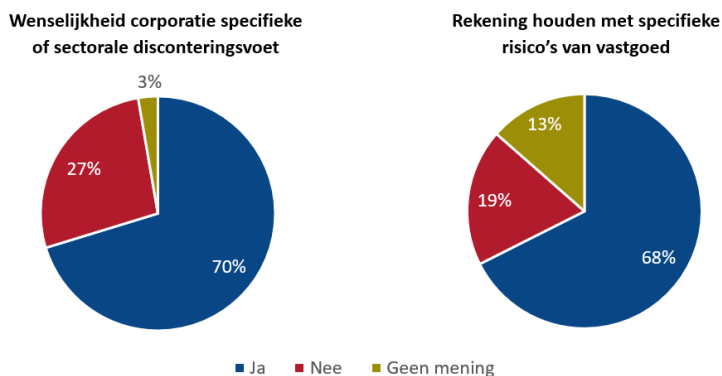
Marktwaarde, waterval en beleidswaarde

Momenteel wordt de waterval van markt- naar beleidswaarde nog weinig gebruikt voor de beoordeling van de exploitatie (19% van de deelnemers). Desalniettemin wil het merendeel van de deelnemers de waterval graag behouden (57% van de deelnemers). De relatie tussen de markt- en beleidswaarde helpt woningcorporaties om voor de externe belanghouders om de verschillen ten opzichte van beleggers duidelijk te maken. De waterval laat zien dat door de maatschappelijke inzet van de woningcorporatie de marktwaarde niet wordt gerealiseerd. Daarom beschouwt het merendeel van de deelnemers de relatie tussen beleids- en marktwaarde belangrijk (61% van de deelnemers).



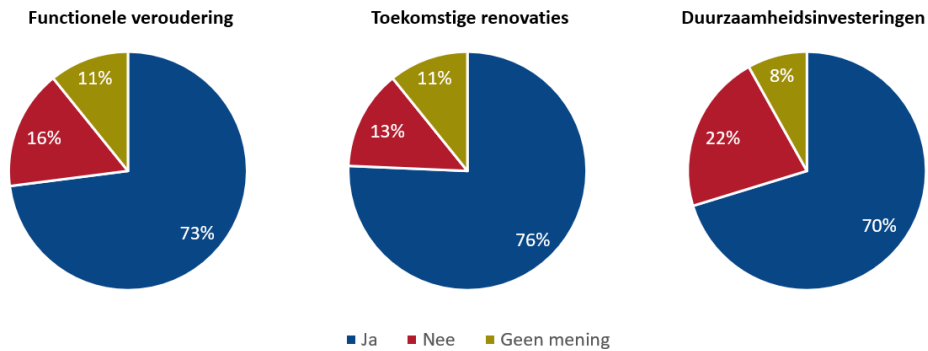
Disconteringsvoet

Momenteel wordt de marktdisconteringsvoet bij de waardering van de kasstromen van het vastgoed van woningcorporaties toegepast op basis van het eigen beleid. De enquête laat zien dat het merendeel van de deelnemers een corporatie specifieke of sectorale disconteringsvoet wenst, die afwijkt van de marktdisconteringsvoet (70% van de respondenten). Bij het vaststellen van deze disconteringsvoet vinden de deelnemers dat ook gekeken moet worden naar regionale of categorale verschillen tussen corporaties, als er daardoor sprake is van een afwijkend risicoprofiel (68% van de deelnemers).



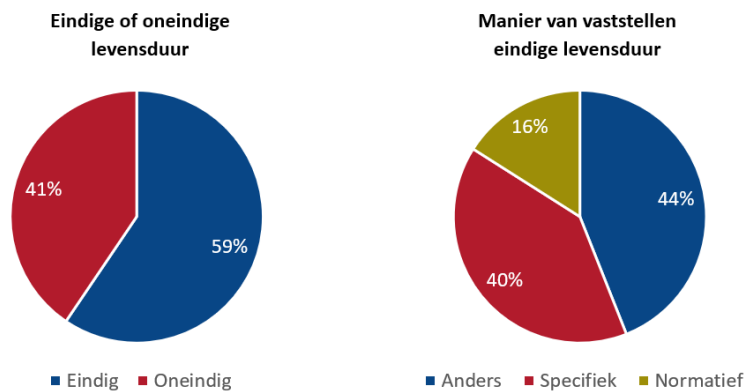
Veroudering en beleidswaarde

Momenteel is zijn de verbeterinvesteringen die vanwege het woontechnische (functionele) verouderingsproces noodzakelijk zijn, niet goed in de beleidswaarde verwerkt. Renovaties waarmee veroudering ongedaan gemaakt wordt, maken geen onderdeel uit van de beleidswaarde. Een groot deel van de respondenten heeft de wens om functionele veroudering onderdeel van de beleidswaarde te laten zijn (73% van de deelnemers). Om functionele veroudering tegen te gaan, zouden ook toekomstige renovaties en duurzaamheidsinvesteringen onderdeel moeten zijn van de beleidswaarde (respectievelijk 76% en 70% van de deelnemers). Als veroudering tot uiting komt in de beleidswaarde stelt dit woningcorporaties in staat de beleidswaarde beter als toekomstig sturingsmiddel in te zetten.



Levensduur

Momenteel gaat de beleidswaarde (rekentechnisch) uit van oneindige levensduur. Deelnemers zijn verdeeld om terug te gaan naar eindige levensduur, zoals bij de bedrijfswaarde het geval was (59% van de deelnemers). Tevens zijn de deelnemers sterk verdeeld op de manier waarom eindige levensduur vastgesteld zou moeten worden (44% van de deelnemers een overige optie). De keuze voor de levensduur heeft een sterke relatie met de andere thema's..



Wanneer is het traject geslaagd?

Uit de enquête komt een brede voorkeur voor veel verschillende opties naar voren. Om de verbeterde beleidswaarde ook te laten landen bij de toezichthouders moet deze niet te complex worden. Hierdoor vallen onvermijdelijk meerdere opties van de wagen. Volgens de deelnemers is het traject geslaagd als:

- de beleidswaarde beter bruikbaar wordt voor investeringsbeslissingen;
- de beleidswaarde beter te voorspellen is en dus stabiel wordt;
- de verbetersuggesties voor de beleidswaarde betrokken worden bij de evaluatie van het ministerie;
- de beleidswaarde de waarderingsgrondslag voor de jaarrekening wordt;
- de beleidswaarde recht doet aan de eigenheid van een woningcorporatie.

HOOFDSTUK 3

OPLOSSINGSRICHTINGEN EN BEOORDELINGSKADER

3. Oplossingsrichtingen en beoordeling

3.1. Selectie oplossingsrichtingen

Met de deelnemers zijn verschillende thema's besproken die bij het verbeteren van de beleidswaarde onderscheiden kunnen worden. Deze thema's zijn:

1. toekomstige renovaties;
2. toekomstige duurzaamheidsinvesteringen;
3. bepaling disconteringsvoet;
4. woontechnische veroudering;
5. bepaling levensduur.

Er is voor gekozen de oplossingsrichtingen voor de bepaling van de disconteringsvoet (3) en woontechnische veroudering (4) verder uit te werken. De uitwerking van oplossingsrichting 1, 2 en 5 hangt sterk samen met de gekozen methodiek om woontechnische veroudering in te rekenen. Door toekomstige renovatiekasstromen en duurzaamheidsinvesteringen (oplossingsrichting 1 en 2) te beschouwen als een noodzakelijke consequentie van de woontechnische veroudering, zijn beide onderdelen in de beleidswaarde geborgd. De keuze voor een eindige of oneindige levensduur (oplossingsrichting 5) is afhankelijk van de wijze waarop renovaties in de beleidswaarde zijn verwerkt. Daarom is dit thema niet afzonderlijk uitgewerkt. Het verdiepende onderzoek is daarom geclusterd in twee thema's de 'disconteringsvoet' en 'woontechnische veroudering', waarbij het laatste thema een samenvoeging van punt 1, 2, 4, en 5 in de opsomming hierboven is. In de volgende twee hoofdstukken worden beide onderdelen verder uitgewerkt.

3.2. Beoordelingskader

Centraal in de discussie over tekortkomingen van de beleidswaarde en de wijze waarop dit kan worden verbeterd, staat het doel van de verbeterde beleidswaarde:

De beleidswaarde is voor woningcorporaties in grotere mate van toegevoegde waarde bij vastgoedsturing, financiële sturing en risicomanagement.

Op dit moment wordt de beleidswaarde opgesteld ten behoeve van de externe toezichthouders (Aw en WSW), die de beleidswaarde gebruiken in het gezamenlijke beoordelingskader. Het ministerie voor VRO gebruikt de beleidswaarde om met behulp van de Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties (IBW) de leningsruimte van elke woningcorporatie te bepalen. De afgelopen jaren was voor bijna alle corporaties de LTV, die mede gebaseerd is op de beleidswaarde, de beknellende factor in het berekenen van deze leningsruimte. Om succesvol te zijn, moeten eventuele wijzigingsvoorstellen het belang van deze partijen niet schaden. Uit interviews met Aw, WSW en VRO zijn de volgende randvoorwaarden geformuleerd waar de beleidswaarde ook na wijzigingsvoorstellen, aan moeten voldoen:

- transparant;
- gebaseerd op objectieve gegevens;
- verklaarbaar;
- voorspelbaarheid investeringsruimte;
- geen extra administratieve lasten.

Een uitgangspunt van dit onderzoek is dat de leningsruimte van corporaties door verbeteringen van de beleidswaarde niet wordt beïnvloed. Wanneer wijzigingen in de beleidswaarde leiden tot een structureel ander niveau van leningsruimte, is het uitgangspunt dat Aw en WSW de normering van de financiële ratio's bijstellen. Wijzigingsvoorstellen zijn dus alleen gericht op het bruikbaar maken van de beleidswaarde voor woningcorporaties.

HOOFDSTUK 4

DISCONTERINGSVOET

4. Disconteringsvoet

In de huidige beleidswaarde is de marktconforme disconteringsvoet de rendementseis waartegen de verwachte toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt. Eerst komen drie uitdagingen aan bod die het gevolg zijn van het gebruik van de marktconforme rendementseis bij de berekening van de beleidswaarde. Daarna wordt stilgestaan bij de mogelijke oplossingsrichtingen die uit het onderzoek naar voren zijn gekomen. Vervolgens is gekeken naar de impact die dit heeft op de sector en wordt een conclusie getrokken.

4.1. Uitdagingen

Verstoring investeringsbeslissingen

De rendementseis van marktpartijen is te hoog voor woningcorporaties. De marktconforme rendementseis is de afgelopen jaren gedaald van ruim 7% in 2016 tot ruim 5% in 2021⁴. Woningcorporaties nemen echter genoegen met een lager rendement dan marktpartijen, omdat het risicoprofiel van het corporatiebezit lager is. Corporaties verhuren woningen voor een gereduceerde huur en streven geen winstmaximalisatie voor de aandeelhouders na. Betaalbaarheid voor de doelgroep is een belangrijke doelstelling voor woningcorporaties.

In de laatste jaren voor de invoering van de beleidswaarde, kende de sector een generieke corporatiedisconteringsvoet van 5% voorgeschreven door Aw en WSW. Als corporaties een eigen rendementseis vaststellen, werd dit tot een aantal jaar geleden gedaan op basis van een gemiddelde gewogen kostenvoet. De eis van het eigen vermogen was veelal gebaseerd op de inflatie en de eis voor vreemd vermogen op de rente van de leningen. Rendementseisen lagen tussen de 2,5%-4,5%. Het idee hierachter was dat het voor het waarborgen van financiële continuïteit voldoende was als de financiers kunnen worden betaald en het eigen vermogen in reële termen op peil blijft. De afgelopen jaren is deze systematiek door veel corporaties losgelaten, omdat bij investeringen niet meer aan deze eis kon worden voldaan.

Het gebruik van een marktconforme disconteringsvoet heeft invloed op de beleidswaarde en daarmee op investeringsbeslissingen. Hieronder een voorbeeld van een berekening van de waarde van een gemiddelde nieuwbouwwoning⁵ op basis van de uitgangspunten van het Handboek. Als in plaats van een marktdisconteringsvoet van 5,90% een disconteringsvoet van 4,90% zou worden gehanteerd, ligt de beleidswaarde ruim 27% hoger.

Figuur 2. Voorbeeld nieuwbouwwoning

Investing	-€ 250.00	-€ 250.00
Disconteringsvoet (doorexpluiten)	5,90 %	4,90%
Beleidswaarde	€ 96.247	€ 122.283

⁴ Op basis van referentiewoning uit het Handboek marktwaardering

⁵ De gemiddelde woning is gebaseerd op dVi data en een geanonimiseerde dataset uit Trace & Treasury. De berekening is gemaakt en T&T op basis van het Handboek marktwaardering 2021. Er is gecorrigeerd van afschaffing verhuurderheffing

Het gebruik van de marktconforme disconteringsvoet, die hoger is dan passend is voor woningcorporaties, leidt ertoe dat investeringen minder rendabel zijn. De verstoring van de investeringsbeslissingen van corporaties als gevolg van het gebruik van een marktconforme disconteringsvoet, dwingt de sector tot een alternatief afwegingskader. Finance Ideas heeft in het discussiepaper Investeringsbeoordeling (2020) een workaroud beschreven, waarin het rendement op investeringen een beperkte rol speelt en er gestuurd wordt op een onrendabel budget⁶. Ook Aw concludeert dat het budget voor onrendabele investeringen moet dan wel goed worden bewaakt' (ILT-Aw, Staat van de corporatiesector 2020, p. 51).

Samenvattend

De marktdisconteringsvoet is niet passend voor woningcorporaties en de toepassing van deze disconteringsvoet beïnvloedt investeringsbeoordelingen door het effect op de hoogte van de onrendabele top onnodig negatief.

Onnodige regionale differentiatie

De marktdisconteringsvoet kent (regionale) differentiatie die niet representatief is voor de risico's of rendementseisen van lokale woningcorporaties. De hoogte van de marktconforme disconteringsvoet van zelfstandige woningen is afhankelijk van de volgende kenmerken van de woning (Handboek marktwaardering 2021, p. 73⁷):

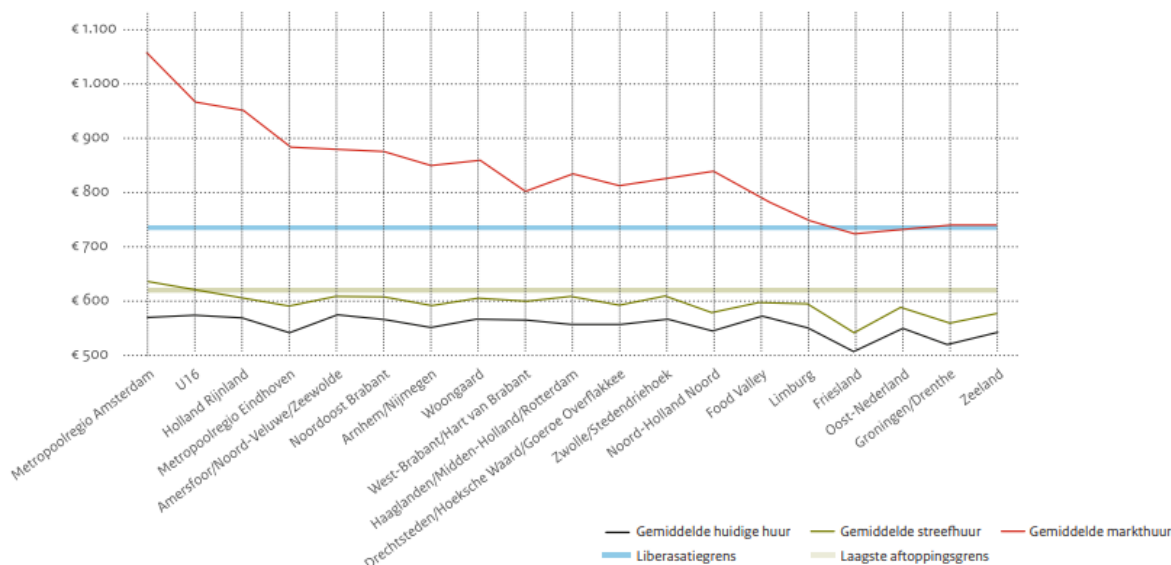
- het bouwjaar verdeeld in zeven klassen;
- het type verhuureenheid verdeeld in twee klassen: EGW en MGW;
- het COROP-gebied plus de vier grote gemeenten waarin de verhuureenheid gelegen is;
- het COROP-gebied plus de vier grote gemeenten voor het marktontwikkelingen in 2020;
- het scenario doorexploiteren of uitponden voor de waardering in twee klassen;
- het feit of een verhuureenheid gelegen is in een krimp- en/of aardbevingsgebied.

Het is de vraag of de geografische risico's van de marktexploitatie in gelijke mate voor corporaties gelden. Oftewel, is het risico van een woning in Oost-Groningen voor woningcorporaties aanzienlijk groter dan in Den Haag? De kern van de dienstverlening van woningcorporaties is het beschikbaar maken van een woning tegen huren ruim onder de markthuur. Het huurbeleid wordt primair gedreven vanuit passend toewijzen. Op basis van de Staat van de Corporatiesector 2021 kan worden geconcludeerd dat de markthuren sterk verschillen per regio, maar de werkelijke corporatiehuren maar in beperkte mate. De streefhuren liggen in de meeste regio's dicht bij de laagste aftoppingsgrens. Variantie in onderhouds- en beheerkasstromen is aanzienlijk tussen corporaties, maar zijn primair kwalitatief gedreven en niet regionaal. Deze verschillen komen via de kasstromen in de waardebeoordeling terecht en vormen geen reden om de disconteringsvoet te differentiëren.

⁶ Het onrendabel budget wordt berekend gebruikmakende van de huidige beleidswaarde. Een verbetering van de beleidswaarde zal dus ook deze wijze van sturing verbeteren

⁷ Handboek modelmatig waarderen marktwaarde, 31 december 2021

Figuur 3. Gemiddelde huur, streefhuur en markthuur van sociale huurwoningen per woningmarktregio⁸



Samenvattend

Het (streef)huurniveau van corporatiewoningen verschilt onderling relatief weinig, onder meer door passend toewijzen en het ligt (fors) lager dan de markthuur, waardoor het risico op tegenvallende huurkasstromen beperkt is. Alleen indien er sterke krimp optreedt, kan de markthuur zozeer dalen dat de (streef)huur naar beneden aangepast moet worden. Dit wordt zichtbaar in de kasstromen en hoeft niet per se via de disconteringsvoet te lopen. De rendementseis van een woningcorporatie vanuit een continuïteitsgedachte is in Den Haag niet per definitie anders dan in Oost-Groningen en daarmee is de differentiatie van de marktconforme disconteringsvoet verstorend.

In de enquête bij de start van het onderzoek, hebben deelnemers aangegeven effect te willen zien van specifieke risico's in complexen/vastgoed. De vraag: 'Dient bij de hoogte van de disconteringsvoet rekening te houden met specifieke risico's van complexen/vastgoed', werd door 68% positief beantwoord. Tijdens bijeenkomsten hebben deelnemers over dit onderwerp gediscussieerd en zijn er vraagtekens gezet bij de noodzaak, zoals geuit in de enquête. Bij de nader te onderzoeken alternatieven voor de invulling van de disconteringsvoet, hebben de deelnemers geen varianten geselecteerd die leiden tot een differentiatie op basis van woningkenmerken.

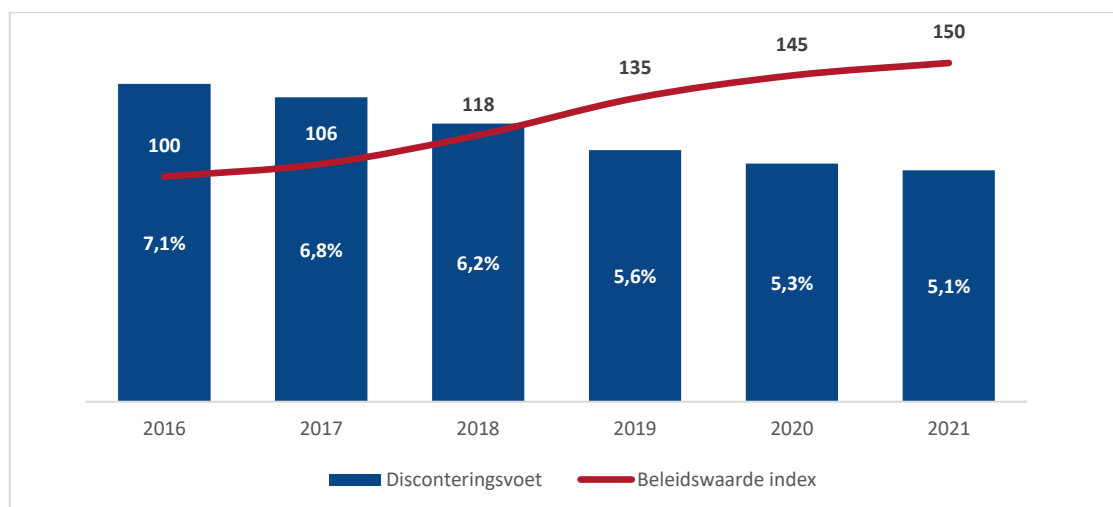
Onnodige volatiliteit

Het toepassen van de marktconforme disconteringsvoet leidt tot volatiliteit van de beleidswaarde en daarmee de vermogensratio's, terwijl er geen relatie is met de verdien capaciteit van de woningen. In figuur 4 is de ontwikkeling van een voorbeeldwoning⁹, gezamenlijk met de beleidswaardeontwikkeling die deze woning heeft doorgemaakt. Door de daling van de marktconforme disconteringsvoet, is de beleidswaarde tussen 2016 en 2021 met 50% gestegen. In deze periode is de verdien capaciteit van het corporatievastgoed niet sterk gestegen. Het omgekeerde is ook mogelijk. Een commerciële vastgoedcrisis met een stijgende marktconforme rendementseis kan de beleidswaarde doen dalen, waardoor de ratio's van de corporatie onder druk kunnen komen te staan, terwijl de vraag naar corporatiewoningen ongewijzigd hoog blijft.

⁸ Autoriteit woningcorporaties (2021), Staat van de corporatiesector 2021, p26

⁹ Voorbeeldwoning gebaseerd op het Nederlands gemiddelde op basis van dVl en geanonimiseerde dataset uit Trace and Treasury. Berekening gemaakt conform de basis waardering uit Handboek marktwaardering. Er is gecorrigeerd van de afschaffing verhuurderheffing.

Figuur 4. Ontwikkeling marktconforme disconteringsvoet en beleidswaarde effect op voorbeeldwoning



WSW constateert in de portefeuillerapportage van juni 2021¹⁰ het volgende: “Opvallend hierbij is dat de disconteringsvoet relatief snel daalt. Dit is in lijn met de marktontwikkelingen voor de vastgoedmarkt en de kapitaalmarkt. De verdien capaciteit van de sociale huurwoningen is echter minder volatiel. Dit betekent wel dat de beleidswaarde een waarde stijging vertoont die samenhangt met een lager risico gegeven deze marktontwikkelingen”. Het laatste is de vraag. Is het risico van de corporatiewoning sterkt gedaald of is de marktdisconteringsvoet niet relevant voor woningcorporaties?

Samenvattend

Alhoewel er in de exploitatie van woningcorporaties niets wijzigt, schommelt de beleidswaarde aanzienlijk. Deze fluctuatie is voor veel woningcorporaties een reden om een vluchtstrook te hanteren¹¹, waardoor de investeringscapaciteit wordt beperkt. Op basis van risico's is er voor woningcorporaties geen reden om de hoge, op basis van woningkenmerken gedifferentieerde en volatiele disconteringsvoet te gebruiken. Het verstoort investeringsbeslissingen, beïnvloedt de investeringscapaciteit negatief en compliceert de investeringsplanning

4.2. Oplossingsrichtingen: realistische rendementseis

Het doel is om een disconteringsvoet te definiëren/formuleren die past bij de rendementseis van de sector: relatief laag en stabiel. Met de deelnemers zijn de volgende oplossingsrichtingen voor de disconteringsvoet op hoofdlijnen besproken¹²:

- Weighted Average Cost of Capital (WACC);
- rendementseis vastgoed;
- maatschappelijke disconteringsvoet;
- afslag op marktconforme disconteringsvoet.

¹⁰ WSW (2021), Portefeuillerapportage juli 2021, p17

¹¹ Begin 2021 namen 160 corporaties deel aan een [kort onderzoek](#) over het hanteren van interne normen voor LTV en ICR. Hieruit kwam naar voren dat 77,5% interne normen hanteert die lager liggen dan de normen van het gezamenlijke toezichtkader van Aw en WSW

¹² De MRE scriptie van Erik van der Most (2022), 'Op zoek naar een beleidsconforme disconteringsvoet voor woningcorporaties', geeft een overzicht en beschrijving van de mogelijke alternatieve methoden voor het bepalen van een corporatie-specifieke disconteringsvoet.

Vervolgens zijn deze opties nader uitgewerkt met uitzondering van de afslag op de marktconforme disconteringsvoet. Dit alternatief heeft bij de deelnemers te weinig draagvlak, aangezien de uitdagingen van onnodige differentiatie en volatiliteit blijven bestaan.

Weighted Average Cost of Capital

De WACC wordt in deze oplossingsrichting gebruikt om te bepalen wat het geëiste rendement is. De gewogen gemiddelde kostenvoet berekent de gemiddelde kosten voor het kapitaal waarmee een organisatie gefinancierd wordt, onderscheiden naar eigen en vreemd vermogen. De formule is als volgt:

$$WACC = \left(\frac{EV}{TV} * REV \right) + \left(\frac{VV}{TV} * RVV * (1 - T) \right)$$

EV= eigen vermogen

VV= vreemd vermogen

TV= totaal vermogen

REV= kosten eigen vermogen

RVV= kosten vreemd vermogen

T= belasting

Het rendement dient te passen bij het gekozen risicoprofiel en is daardoor per definitie vooruitkijkend. Echter zijn de toekomstige kosten voor vreemd vermogen onzeker en de verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen afhankelijk van het investeringsprogramma. Daarbij ontstaat de vraag wat de beste inschatting van de toekomst is en of een betrouwbare prognose beschikbaar is. Hieronder is de keuze om vooruit of terug te kijken per element toegelicht.

De WACC kan zowel voor de sector als per corporatie worden bepaald. Uit de enquête geeft 70% van de respondenten aan het wenselijk te vinden dat de disconteringsvoet corporatie specifiek is. Als belangrijkste voordeel van een corporatie specifieke aanpak werd de nauwe aansluiting bij de individuele beleidskeuzes genoemd. Tijdens de bijeenkomsten is dit deels genuanceerd. Een nadeel is dat een vergelijking tussen corporaties minder eenvoudig is en dat beleidskeuzes en exploitatierisico's ook via andere vormen in de beleidswaarde tot uitdrukking komen. Hieronder is de WACC zowel op sectoraal als op corporatieniveau verder uitgewerkt.

Sectorale WACC

Rendement op het eigen vermogen: 10-jaar vooruitkijkende gemiddelde bouwkostenstijging.

Vanuit het idee dat een woningcorporatie een rentmeester is van het eigen vermogen voor toekomstige generaties van huurders, moet het rendement op het eigen vermogen in bestaand bezit zo hoog zijn dat het eigen vermogen minimaal in reële termen constant blijft¹³. Omdat woningcorporaties in woningen beleggen, is de bouwkostenindex de relevante index waarmee het eigen vermogen zou dienen te stijgen, aangezien het een leas op de lange termijn betreft en de volatiliteit van de beleidswaarde beperkt moet zijn, wordt een 10-jaargemiddelde van de bouwkostenindex gehanteerd. Het is mogelijk om dit te doen op basis van realisatiecijfers ([CBS](#)), of prospectief. Omdat het een rendementseis betreft, gericht op de toekomst, lijkt het gebruik van prospectieve data logischer. Daarnaast is het gebruik van prospectieve data gemeengoed in de sector voor het opstellen van prognoses die ook door de toezichthouders worden gebruikt. Daarom wordt voorgesteld aan te sluiten bij de grondslag van de prognose bouwkostenindex uit de [leidraad economische parameters](#). Deze voorspelling is gebaseerd op ORTEC-cijfers en is langjarig beschikbaar. Indien het wenselijk wordt

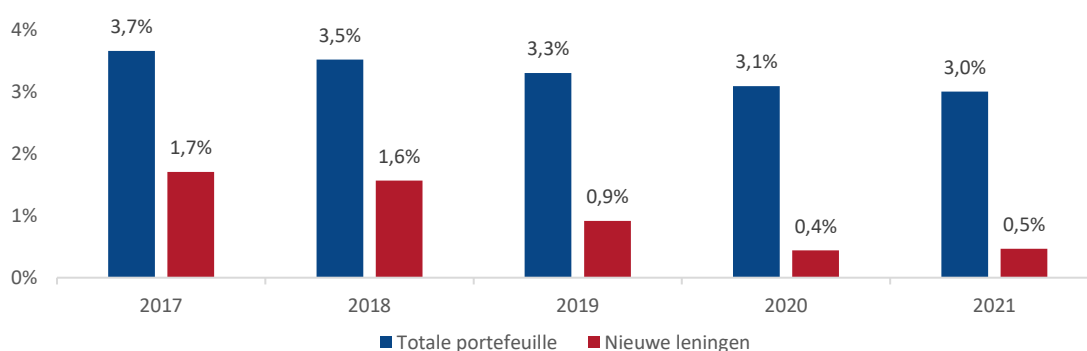
¹³ Een rendementseis voor investeringen kan lager liggen, omdat het acceptabel is om tijdelijk in te teren op een overschot aan eigen vermogen en/of omdat de operationele kasstromen ingezet worden voor deze investeringen

gevonden om rekening te houden met additionele risico's van het corporatievastgoed kan er een (gedifferentieerde) opslag worden gehanteerd boven op de gemiddelde bouwkostenindex.

Rendement op vreemd vermogen: gemiddelde rente leningportefeuille van de sector afgelopen jaar.

Vanuit het rendement op het vastgoed moeten de rentelasten kunnen worden betaald. WSW publiceert ieder jaar een portefeuillerapportage waarin de lange rente van de volledige geborgde portefeuille wordt gepubliceerd. Ten behoeve van de disconteringsvoet is het wenselijk de rente van de totale portefeuille te gebruiken¹⁴. Deze gemiddelde rente daalde tot voor kort langzaam, omdat iedere jaar slechts een klein deel van de portefeuille wordt geherfinancierd en het uitbreiden/inkrimpen van de leningportefeuille geleidelijk gaat. De huidige gemiddelde rentestand van een portefeuille is daarmee al een langjarig gemiddelde.

Figuur 5. Rente geborgde leningportefeuille¹⁵



Verhouding EV/VV (leverage): gebaseerd op rekenkundige iteratie op basis van sectorgemiddelde

Het eigen vermogen is gebaseerd op de beleidswaarde van de woningen. Daarmee is de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen (leverage) afhankelijk van de beleidswaarde. Omdat de beleidswaarde met de disconteringsvoet wordt bepaald, ontstaat er een onderlinge afhankelijkheid. De disconteringsvoet die de uitkomst van de WACC is, is ook nodig om de WACC te bepalen. Deze afhankelijkheid is op te lossen via een rekenkundige procedure waarbij iteratief gezocht wordt naar de disconteringsvoet voor de beleidswaarde. Voor de te vinden disconteringsvoet geldt dat de verhouding eigen/vreemd vermogen bij de WACC gelijk is aan de verhouding eigen/vreemd vermogen die voortvloeit uit de berekende beleidswaarde.

In 2020 was voor het sociaal bezit van de corporaties bij de toegelaten instellingen de solvabiliteit op basis van beleidswaarde 51%¹⁶. Deze leverage wordt gehanteerd als uitgangspunt in de WACC. Vervolgens wordt de disconteringsvoet die uit de WACC komt, gebruikt voor een nieuwe waardebepaling wat leidt tot een nieuwe leverage. Deze wordt ingevoerd in de WACC, etc. De uiteindelijke leverage is gebaseerd op een eigen vermogen dat met dezelfde disconteringsvoet contant is gemaakt als de uitkomst van de WACC.

Belasting: bandbreedte 0-25%

Het deel van de rente dat van de belasting kan worden afgetrokken, hoeft niet te worden goedge maakt door het rendement op het vastgoed. Het Vpb-tarief in 2022 is 25,8% met uitzondering van de eerste € 395.000, die tegen 15% wordt belast. Echter, vanaf 1 januari 2021 mogen rentelasten nog maar worden afgetrokken tot 20% van de zogeheten

¹⁴ Indien de WACC wordt gebruikt om een rendementseis voor investeringen te bepalen, kan dit ook de nieuwe leningrente zijn

¹⁵ Bron WSW portefeuillerapportage juni 2021. 2017/2020 december, 2021 juni

¹⁶ Staat van de corporatiesector, p. 41

fiscale EBITDA (ATAD). Corporaties rapporteren niet over (het deel van) de rente die kan worden afgetrokken van de belasting. Het is dus niet mogelijk om op basis van realisatiecijfers een gemiddeld cijfer voor de corporatiesector te bepalen. Er wordt wel gerapporteerd wat de VPB is en op basis hiervan kan een gemiddelde VPB belastingdruk worden berekend¹⁷. De totale belastingdruk wordt veroorzaakt door meerdere factoren en kan jaarlijks aanzienlijk verschillen. Zonder aanvullend onderzoek over de feitelijke renteaftrek bij corporaties, is niet te bepalen of dit gemiddelde een goede benadering is voor de renteaftrek. Vooral nog is de disconteringsvoet berekend met een percentage van 0% en 25% belasting.

Figuur 6. Samenvattende tabel

Onderdeel	Aanname	uitkomst
REV	10-jaars vooruitkijkend gemiddelde bouwkostenstijging (2022-2031) op basis van de Aw/WSW parameters (eventueel opgehoogd met risico opslag)	3,02%
RVV	Gemiddelde rente van de leningportefeuille van de sector over het afgelopen jaar (dVi en gepubliceerd in WSW portefeuillerapportage)	3,01%
Leverage	Sectorgemiddelde op basis van rekenkundige iteratie	71%
Belasting	Op basis van minimale en maximale belastingtarief VPB	0%-25%
WACC	Iteratieve berekening, zowel met belastingdruk van als	0% 25%
		3,02% 2,77%

Als de sectorale WACC wordt berekend op basis van bovenstaande benadering is, bij een belastingpercentage van 0% (en dus geen renteaftrek), de WACC 3,02%. Bij 25% belasting (en dus renteaftrek) is de rendementseis 2,77%. Vervolgens kan deze WACC verhoogd worden met een risico opslag.

Corporatie specifieke WACC

Het berekenen van een corporatie specifieke WACC gaat met behulp van dezelfde methode als in de vorige paragraaf beschreven. Alleen worden de sectorale getallen (deels) vervangen door corporatie specifieke getallen.

Rendement op vreemd vermogen: gemiddelde rente leningportefeuille van de corporatie afgelopen jaar

Zoals bij de bespreking van de sectorale WACC aangegeven, moet een corporatie vanuit het rendement op het vastgoed de rentelasten kunnen betalen. Waar de sectorale WACC uit gaat van de gemiddelde rente op sectorniveau, wordt bij de corporatie individuele WACC dus uitgaan van de gemiddelde rente op corporatieniveau. Ook hier geldt dat de gemiddelde rente van een corporatie van afgelopen jaar zich relatief geleidelijk ontwikkelt. Ieder jaar wordt slechts een klein deel van de portefeuille geherfinancierd en het uitbreiden/inkrimpen van de leningportefeuille gaat geleidelijk.

Verhouding EV/VV: gebaseerd op de gemiddelde gerealiseerde solvabiliteit van de corporatie in het afgelopen jaar

Bij het bespreken van de sectorale WACC is de onderlinge afhankelijkheid tussen leverage en het berekenen van de disconteringsvoet besproken, inclusief hoe hier mee kan worden omgegaan. Het verschil tussen de corporatie specifieke WACC en de sectorale WACC ontstaat bij het startpunt. Bij de sectorale WACC wordt als startpunt de leverage van de sector gehanteerd, terwijl bij de individuele WACC de leverage van de individuele corporatie wordt gehanteerd.

¹⁷ dVi: 2018: 13,91%, 2019: 9,58%, 2020: 10,70%

Vervolgens wordt een berekening gemaakt waarbij iteratief gezocht wordt naar een gelijke disconteringsvoet die zowel bij de bepaling van het eigen vermogen als bij de bepaling van de WACC.

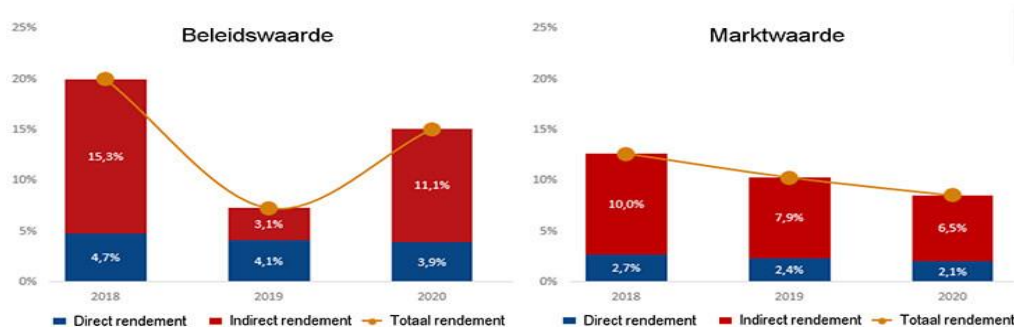
De overige parameters worden niet gewijzigd. Voor de rendementseis van het eigen vermogen wordt geen corporatie specifieke eis voorgesteld. De continuïteit van de corporaties op de lange termijn is geen individuele keuze, maar een maatschappelijke noodzaak. Voor het belastingtarief houden wij ook vast aan een berekening met zowel een tarief van 0% als 25%, hoewel de corporatie zicht heeft op het deel van de rente dat aftrekbaar is. Voor de controleerbaarheid zou de corporatie anders moeten gaan rapporteren over het aftrekbare deel van de rentebetalingen. Dit verhoogt de administratieve lasten.

De sectorale en corporatie specifieke WACC worden gebruikt voor het berekenen van de beleidswaarde van de portefeuille van een corporatie. De WACC werd in het verleden door veel corporaties gebruikt om een rendementseis voor investeringen te bepalen. Dit kan op dezelfde wijze als hierboven beschreven, waarbij overwogen kan worden om voor het rendement op vreemd vermogen de actuele rente te hanteren, in plaats van de gemiddelde rente van de bestaande portefeuille.

Vastgoedrendement

Bij de WACC wordt de rechterkant van de balans gebruikt om te bepalen welk rendement de linkerkant van de balans moet realiseren. Het is niet gebruikelijk dat de vermogensverhouding invloed heeft op de waardering van het vastgoed. In deze paragraaf wordt de rendementseis benaderd vanuit alleen het vastgoed. De vraag is hoe een vastgoedrendement kan worden bepaald. Het gebruik van historische rendementsgegevens is problematisch. Een rendement is immers een uitvloeisel van onder meer de waarde die bij de berekening wordt gehanteerd. Een direct rendement is een weergave van een kasstroom ten opzichte van een waarde en een indirect rendement geeft de waardeinstijging weer. Dus net als bij leverage ontstaan onderlinge afhankelijkheden. Het onderliggende waardebegrip beïnvloedt het rendement, dat gebruikt wordt voor de berekening van de waarde. Zie in figuur 7 het beeld voor de afgelopen jaren¹⁸.

Figuur 7. Ontwikkeling beleids- en marktwaarde



Daarnaast zijn er de historische reeksen voor corporaties, zoals MSCI/IPD indices, gebaseerd op marktwaarde. In plaats van het gebruik van historische gegevens, kan een voorspelling worden gebruikt. Het gebruik van voorspellingen wijzigt niets aan de uitdagingen. De onderlinge afhankelijkheden blijven bestaan en vastgoedvoorspellingen voor corporatie specifieke rendementen ontbreken.

¹⁸ <https://finance-ideas.nl/aandachtspunten-benchmarken/>

Tenslotte kan de eis worden gebaseerd vanuit het risicoprofiel van het vastgoed, vergelijkbaar met het Handboek marktwaardering. Maar wat is het risicoprofiel van de exploitatie van corporatiewoningen en welke opslag boven op de risicovrije rentevoet is hiermee te rechtvaardigen? Gezien de wettelijke taak van corporaties, de zeer robuuste vraag naar corporatiewoningen, verschillen de risico's ten opzichte van marktpartijen. Alles overziend lijken er weinig mogelijkheden voor het uitwerken en toepassen van deze oplossingsrichting.

Maatschappelijke discontovoet

Het toepassen van een maatschappelijke discontovoet zoals beschreven in het rapport werkgroep discontovoet 2020¹⁹ is de derde oplossingsrichting. 'De Nederlandse overheid stelt periodiek een set maatschappelijke discontovoeten vast, die wordt gebruikt om voorgestelde publieke investeringsprojecten of, meer algemeen, voorgenomen overheidsbeleid van tevoren te waarderen' (p11). Deze discontovoet bestaat uit twee componenten:

- de reële risicovrije rente: -1%

'De risicovrije discontovoet is gerelateerd aan het vraagstuk hoe een samenleving de beschikbare mogelijkheden voor consumptie- of welvaartscreatie verdeelt over de tijd. Door in het heden consumptiemogelijkheden of welvaart op te geven en te investeren, kan de samenleving in de toekomst meer consumptie of welvaart genieten. Op de (zeer) lange termijn bezien gaat het om de afweging tussen welvaart van de huidige generaties en die van toekomstige, nu nog niet aanwezige generaties.' 'De aanbevolen waarde voor het risicovrije deel van -1% is gebaseerd op de waargenomen reële risicovrije rentes met een looptijd van tien en van dertig jaar.';

- de macro-economische risicopremie: 3,25%

'De risicopremie is de maatschappelijk geëiste vergoeding voor het projectrisico, het feit dat de kosten en baten van het project zijn omgeven met onzekerheid, die bovendien kan toenemen naarmate deze kasstromen verder in de toekomst liggen. Hoe groter de macro-economische volatiliteit of de aversie tegen verschillen of risico's, hoe hoger de risicopremie.'²⁰

De werkgroep beveelt het kabinet aan een vlakke discontocurve te hanteren voor een periode van vijf jaar van in totaal 2,25% reëel. Bij een snel stijgende lange rente kan het aan de orde zijn een eerdere herziening te overwegen. Het betreft een reëel rendement.

Omdat wij de maatschappelijke disconteringsvoet gebruiken om waardebeoordelingen te doen van een portefeuille en niet alleen voor investeringsprojecten, is het relevant de schommelingen te beperken. Daarom lijkt het wenselijk om niet de jaarlijkse inflatie toe te voegen aan de berekening, maar een langjarige reeks zoals bijvoorbeeld de eerder besproken 10-jarige bouwkostenindex. Jaarlijkse inflatiewijzigingen leiden tot wijziging van de te hanteren disconteringsvoet, maar meer geleidelijk dan wanneer de jaarlijkse inflatie wordt toegepast. Op dit moment betekent dat een disconteringsvoet van $2,25\% + 2,43\% = 4,68\%$

Overigens wordt in de berekening van de maatschappelijke disconteringsvoet ook een rendement op eigen vermogen gebruikt. Het rendement op eigen vermogen wordt bepaald op basis van alle activa waarop een claim rust van Nederlandse huishoudens. Het rapport stelt: "Die claim kan zowel voortkomen uit privaat vermogen (bijvoorbeeld het bezit van vastgoed of aandelen) als uit burgerschap (zoals het eigendom van overheden en woningbouwcoöperaties) als

¹⁹<https://open.overheid.nl/repository/ronl-d985cdc5-5da7-4644-be09-4c22bfa885be/1/pdf/rapport-werkgroep-discontovoet-2020.pdf>

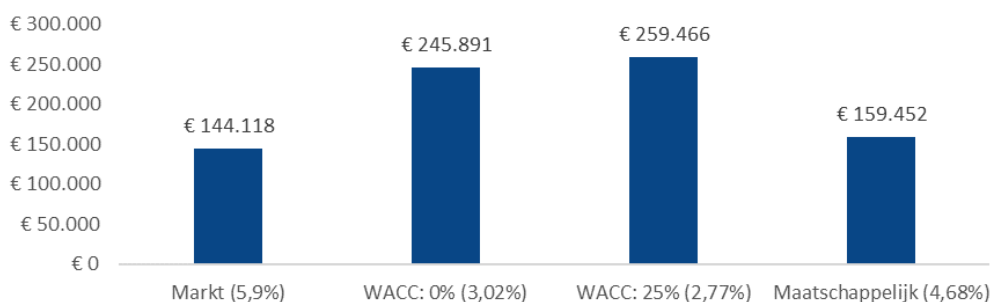
²⁰ <https://www.mkba-informatie.nl/mkba-voor-gevorderden/richtlijnen/advies-van-de-werkgroep-discontovoet-2020/>

uit juridische vorderingen (bijvoorbeeld bij pensioenaanspraken of levensverzekeringen). De benadering via de rendementseisen van huishoudens op bezittingen in brede zin – afgeleid uit marktinformatie – biedt daarmee inzicht in de optimale discontovoet vanuit (maatschappelijk) welvaartspectief” (p. 31, voetnoot 27). Deze rendementseis wordt vastgesteld op 2,5% en zou als alternatief kunnen worden gebruikt voor het rendement op eigen vermogen (de REV) in de eerder besproken WACC-benadering.

4.3. Gevolgen

Hieronder een berekening van de beleidswaarde van de gemiddelde woningcorporatie (corporatie Rentmeester), op basis van de drie disconteringsvoeten, waarbij de WACC van de sector is berekend voor een belastingtarief van zowel 0% als 25% en zonder opslag voor vastgoedrisico's. Zoals verwacht leiden de lagere corporatiespecifieke disconteringsvoeten tot een hogere beleidswaarde. Zoals eerder aangegeven, leidt dit niet tot meer investeringsruimte, omdat we aannemen dat Aw en WSW hun normering aanpassen aan de hogere waarde.

Figuur 8. Beleidswaarde (€ miljoenen) van corporatie Rentmeester



4.4. Beoordeling

Draagt het introduceren van de WACC (sectoraal of corporatie specifiek) of een maatschappelijke discontovoet bij aan de doelstelling om de beleidswaarde van toegevoerde waarde te laten zijn bij vastgoedsturing, financiële sturing en risicomangement door woningcorporaties?

Assetmanagement en investeringsbeslissingen kunnen beter worden genomen als het waarde- en rendementsbegrip weer enige betekenis heeft. Dit gebeurt als de disconteringsvoet een relatie heeft met de rendementseis en de risico's van de exploitatie van de corporaties. De WACC-benadering sluit het beste aan bij de corporatiepraktijk en vormt daarmee een goede grondslag voor assetmanagement en investeringsbeslissingen. Met het gebruik van de WACC heeft de vermogensverhouding invloed heeft op de waardering van het vastgoed. Voor woningcorporaties is het van belang om de rendementseis te koppelen aan de kosten van eigen en vreemd vermogen.

De maatschappelijke discontovoet is een objectieve benadering voor een corporatierendement en daarmee ook een goede basis voor assetmanagement en investeringsbeslissingen. Het nadeel is dat er geen directe relatie is met de corporatiepraktijk. Dit maakt het bijvoorbeeld lastiger om een rendementseis voor investeringen te bepalen die afwijkt van de disconteringsvoet die is bepaald voor de sector. Het is, anders dan bij de WACC, niet mogelijk om met dezelfde benadering een onderscheid te maken tussen de disconteringsvoet voor de portefeuille en voor investeringen.

Zowel de WACC-benadering als de maatschappelijke disconteringsvoet geven een relatief stabiele beleidswaarde die minder fluctueert dan de huidige beleidswaarde. Dit maakt het eenvoudiger om te sturen op de financiële parameters

HOOFDSTUK 5

WOONTECHNISCHE VEROUDERING

5. Woontechnische veroudering

De beleidswaarde is geïntroduceerd als een afgeleide van de marktwaarde. Via de zogenaamde waterval wordt de marktwaarde stapsgewijs aangepast met de beleidswaarde als resultante. De marktwaarde is echter niet nodig om de beleidswaarde te bepalen. De beleidswaarde kan ook rechtstreeks worden berekend. De hoogte van de beleidswaarde is afhankelijk van:

- de beleidsconforme exploitatiekasstromen (huur, instandhoudingsonderhoud en beheer);
- de veronderstelling dat er sprake is van een eeuwigdurende exploitatie;
- de disconteringsvoet die ontleend is aan de marktwaardering.

Het feit dat de berekening van de beleidswaarde niet afhankelijk is van de marktwaarde biedt mogelijkheden om de beleidswaarde aan te passen.

Cruciaal in de huidige waardering van de beleidswaarde is het eeuwigdurende verloop van de kasstromen. Echter, woontechnische (functionele) veroudering kan ertoe leiden dat de woning na verloop van tijd niet meer goed verhuurbaar is. De huidige beleidswaarde houdt daar geen rekening mee. Ook de noodzaak om de komende jaren de woning te verduurzamen, speelt geen rol bij de berekening van de beleidswaarde. Dat er dus verbeterinvesteringen noodzakelijk zijn, bestaande uit renovaties en duurzaamheidsinvesteringen, om de woningen 'bij de tijd' te houden, en om de toekomstige huurkasstroom te kunnen realiseren, blijft buiten beschouwing. De veronderstelling van een eeuwigdurende huurkasstroom zonder rekening te houden met de noodzaak de woning periodiek te moeten verbeteren, is niet realistisch. Hiermee geeft de beleidswaarde een overschatting van de feitelijke toekomstige netto kasstromen. In dit hoofdstuk willen we bezien hoe bij het bepalen van de beleidswaarde rekening kan worden gehouden met de uitgaven die voortvloeien uit de noodzaak de woning periodiek aan te passen aan de veranderende woonbehoeften of wooneisen.

Deze problematiek zal vanuit verschillende invalshoeken worden verkend. De volgende paragraaf gaat nader in op het verschijnsel woontechnische veroudering en dan in het bijzonder de mogelijkheid om de omvang van die veroudering te kunnen bepalen. Vervolgens zal worden bezien op welke wijze de beleidswaarde momenteel wordt berekend. Aansluitend komt het onderscheid tussen instandhoudingsonderhoud en verbeterinvesteringen aan de orde. Tot slot komen mogelijke alternatieven aan bod voor de berekening van de beleidswaarde, die beoordeeld worden aan de hand van een set van criteria.

5.2. Woontechnische veroudering

Woontechnische veroudering bestaat naast bouwtechnische veroudering. Bij bouwtechnische veroudering gaat het er om dat bouwdelen onderhouden of vervangen moeten worden. We nemen aan dat via instandhoudingsonderhoud de bouwtechnische veroudering hersteld wordt. De woning blijft zo in de staat waarin ze gebouwd is. Bij woontechnische veroudering voldoet de woning niet meer of in mindere mate aan veranderende woonwensen. Over het algemeen is woontechnische veroudering een geleidelijk proces dat zich over decennia uitstrekt. Het is ook zo dat niet alle woningen in gelijke mate onderworpen zijn aan woontechnische veroudering. Sommige woningen doorstaan de tand des tijds, andere blijken al snel niet meer te voldoen. Als er een woningtekort is, zal het veelal zo zijn dat woontechnische veroudering niet zichtbaar is, maar bij een meer ontspannen woningmarkt zal manifest kunnen worden dat de woning niet meer past bij de veranderende woonwensen. Woontechnische veroudering kan verschillende verschijningsvormen aannemen. Momenteel is de noodzaak de woning te isoleren en gasloos te maken een duidelijk voorbeeld van een woontechnische veroudering. Woontechnische veroudering dwingt tot het aanpassen van de woning, omdat anders de verhuurbaarheid onder druk komt of omdat er sprake is van wettelijke eisen waaraan de woning moet voldoen.

5.3. Omvang woontechnische veroudering

Voor het bepalen van de omvang van woontechnische veroudering bestaan in theorie verschillende mogelijkheden. Deze mogelijkheden zijn:

- de invalshoek via de economische afschrijvingen. Aannemende dat instandhoudingsonderhoud plaatsvindt, zijn afschrijvingen de financiële vertaling van woontechnische veroudering. De afschrijvingen zijn onder meer het gevolg van een in relatief opzicht mindere huurstijging. Verbeterinvesteringen (*capital expenditures*) leiden dan tot een correctie van de eerdere toegepaste afschrijvingen;
- de bouwkundige invalshoek voor woontechnische veroudering. Er is enige, bouwkundige literatuur over woontechnische veroudering. Daaruit blijkt dat het een weerbaarstig onderwerp is om goed in kaart te brengen. Bovendien leidt de bouwkundige benadering niet tot een financiële vertaling van de omvang van de woontechnische veroudering. Juist dat is nodig om de link te leggen met de beleidswaarde;
- de investeringen die woningcorporaties doen om de woontechnische veroudering te compenseren. Het gaat dan om uitgaven voor woningverbeteringen of kosten voor sloop. Deze benadering kent beperkingen. Zo is een bezwaar dat het niet duidelijk is in welke mate met de uitgevoerde verbeterinvesteringen de woontechnische veroudering ongedaan is gemaakt.

De invalshoek van de afschrijving zou in aanmerking komen als de huurder vanwege de woontechnische veroudering, in relatief opzicht, geleidelijk steeds minder huur betaalt. Als gevolg van het huidige woningtekort zal deze afnemende betalingsbereidheid niet goed zichtbaar zijn. Dat impliceert dan nog niet dat de woontechnische veroudering niet optreedt. De schaarste aan woningen onttrekt de woontechnische veroudering aan het zicht. Het huidige huurbeleid compliceert het meten van woontechnische veroudering op basis van de relatief verminderde huurstijging aanzienlijk. Er is in de praktijk weinig tot geen differentiatie (meer) in de hoogte van de huurstijging op basis van de kwaliteit van de woning. Verder leidt passend toewijzen ertoe dat het (streef)huurniveau nog maar in beperkte mate een weerspiegeling is van de woontechnische kwaliteit van de woning.

Binnen de feitelijke mogelijkheden om woontechnische veroudering zichtbaar te maken, komt de derde mogelijkheid nog het meest in aanmerking. Dit leidt ertoe dat woontechnische veroudering het best zichtbaar kan worden gemaakt op basis van toekomstige verbeterinvesteringen, renovaties en duurzaamheidsinvesteringen. Deze toekomstige verbeterinvesteringen vormen een 'liability' die op de woning rust. Zodra deze 'liability' zichtbaar wordt, kan deze worden ingerekend. Hierdoor daalt de beleidswaarde met de contante waarde van de toekomstige verbeterinvesteringen. Zodra de verbeterinvestering is uitgevoerd, vervalt de 'liability' en stijgt de beleidswaarde met het ingerekend bedrag. Daarmee is tevens het probleem opgelost dat de uitvoering van een verbeterinvestering geen beleidswaarde oplevert.

5.4. De huidige berekening van de beleidswaarde

Centraal in deze paragraaf staat de vraag hoe momenteel rekening wordt gehouden met woontechnische veroudering van de woning. Hiervoor staan we eerst stil bij de huidige berekening van de beleidswaarde. Er kan onderscheid worden gemaakt tussen:

- de wijze waarop de beleidswaarde jaarlijks op de peildatum wordt bepaald. Dit gebeurt momenteel via de waterval. Dit is ook de beleidswaarde die als toelichting in de jaarrekening wordt opgenomen;
- de wijze waarop elk volgend jaar ('voortrollend') de prognose van de beleidswaarde wordt gemaakt. Deze prognose is van belang voor de meerjarenprognose die woningcorporaties opstellen.

Beide invalshoeken komen afzonderlijk aan bod.

Het niveau van de beleidswaarde op peildatum

Het niveau van de beleidswaarde op peildatum is gebaseerd op toekomstige, beleidsconforme kasstromen en de marktconforme disconteringsvoet. In dit verband zijn twee kasstromen van belang, te weten de huurkasstroom en de onderhoudskasstroom. Beide kasstromen zijn gebaseerd op het (voorgenomen) beleid van de woningcorporatie en kunnen in gelijke omstandigheden verschillen tussen woningcorporaties.

Huurkasstroom

De toekomstige huurkasstroom start met het actuele huurniveau. De gemiddelde jaarlijkse huurstijging, die de komende jaren gelijk is aan de stijging van de gemiddelde CAO-lonen minus 0,5%-punt (met een eventuele opslag). Bij bewonerswisseling wordt de nieuwe huur vastgesteld op het streefhuurniveau. Als het huurniveau gelijk is aan het streefhuurniveau is er sprake van een kasstroom die met de komende jaren van de gemiddelde CAO-lonen minus 0,5%-punt stijgt. En verder is de huurkasstroom (in rekentechnisch opzicht) eeuwigdurend.

Onderhoudskasstroom

De toekomstige onderhoudskasstroom is veelal gebaseerd op het gemiddelde normbedrag dat nodig is voor de instandhouding van de woning in de staat waarin ze zich op peildatum bevindt. Eventueel achterstallig onderhoud is hierbij niet meegenomen. Verbeterinvesteringen, waaronder renovatie, blijven buiten beschouwing. Er vindt een jaarlijkse indexatie plaats vanwege de prijsstijging van het onderhoud. Ook deze kasstroom is in rekentechnisch opzicht eeuwigdurend.

Om te bezien op welke wijze rekening wordt gehouden met de woontechnische veroudering van de woning is het van belang onderscheid te maken tussen:

- de woontechnische staat van de woning op peildatum;
- de woontechnische veroudering in de jaren na peildatum.

De hoogte van het huurniveau op peildatum kan een weerspiegeling zijn van de woontechnische staat waarin de woning verkeert. Dit zou in theorie tot uitdrukking kunnen komen in bijvoorbeeld een verschil in de hoogte van de huur op basis van bouw- resp. renovatiejaar. Er zijn echter geen aanwijzingen dat dit (op systematische wijze) het geval is. Het huurbeleid van de overheid biedt hiervoor onvoldoende aanknopingspunten om op systematische wijze rekening te houden met de kwaliteit van de woning. Een belangrijke factor hierbij is de verplichting om bij nieuwe verhuringen de woningen passend toe te wijzen. Dit is bij circa 80% van alle nieuwe verhuringen het geval. Als gevolg hiervan is er een huurplafond dat niet bepaald wordt door de kwaliteit van de woningen, maar door het inkomensniveau van de nieuwe huurder. Dit impliceert dat het huurniveau in de corporatiesector amper tot niet wordt beïnvloed door de woontechnische staat van de woning. Ook in de hoogte van de onderhoudsnorm zou de woontechnische staat van de woning tot uitdrukking kunnen komen. Omdat de onderhoudskosten alleen zien op de instandhouding van de staat waarin de woning zich op peildatum bevindt, is dat echter niet aannemelijk. Dat de woning na peildatum woontechnisch veroudert, krijgt vervolgens evenmin een vertaling in het verloop van de kasstromen. Dit is bij de toekomstige huurkasstroom, noch bij de toekomstige onderhoudskasstroom het geval.²¹

Een andere mogelijkheid om de woontechnische staat van de woning in de beleidswaarde op peildatum tot uitdrukking te brengen, is de hoogte van de disconteringsvoet. De hoogte van de disconteringsvoet is in beperkte mate afhankelijk van het bouw- resp. renovatiejaar. Het Handboek onderscheidt zeven bouwjaarclassen. Elke klasse kent een eigen opslag

²¹ In het verleden was er in het Handboek modelmatig waarden marktwaarde een verouderingsopslag bij het onderhoud. Deze is in het Handboek 2019 komen te vervallen

op de disconteringsvoet. Woontechnische veroudering zou met name in de oudere bouwjaarklassen, die nog niet zijn gerenoveerd, naar voren moeten komen. In het Handboek is er echter een zeer beperkte differentiatie in de opslag voor de drie klassen waarvan het bouwjaar loopt vanaf 1920 tot 1975.²² Bij woningen die in een bijzonder goede of bijzonder slechte staat verkeren, zal daarmee via de disconteringsvoet rekening worden gehouden. Het is echter niet aannemelijk dat bij het merendeel van de 'doorsnee' woningen, die wel verouderen, dit effect via de hoogte van de disconteringsvoet invloed uitoefent op de hoogte van de beleidswaarde.

Verder is van belang dat de woontechnische staat waarin de woning verkeert niet alleen door veroudering wordt bepaald. Via renovatie kan de veroudering ongedaan worden gemaakt en kan de woontechnische staat verbeterd worden. In de beleidswaarde op peildatum blijven toekomstige renovaties buiten beschouwing. De betreffende kasstroom speelt geen rol bij de beleidswaarde.

De prognose van de beleidswaarde

Bij de prognose van de beleidswaarde kunnen twee benaderingen worden onderscheiden:

- de autonome ontwikkeling van de beleidswaarde die is voorgeschreven in de Leidraad;
- de beleidswaarde zoals die op basis van een 'voortrollende' berekening tot stand komt.

In de Leidraad is voorgeschreven hoe woningcorporaties de prognose van de beleidswaarde dienen te maken in de vijf prognosejaren van de dPi. De huidige Leidraad houdt rekening met functionele veroudering (hier genoemd: woontechnische veroudering). Dit gebeurt door de autonome waardeontwikkeling van de beleidswaarde gelijk te stellen aan de veronderstelde huursomstijging minus 1,5% per jaar.²³ Woningcorporaties hebben hierbij bovendien de vrijheid om het verouderingspercentage hoger vast te stellen.

Bij deze benadering kunnen verschillende kanttekeningen worden geplaatst:

- de hoogte van het verouderingspercentage is niet nader onderbouwd;
- het effect van een toekomstige renovatie op de veroudering blijft buiten beschouwing;
- de feitelijke mutatie van de beleidswaarde zal anders zijn.

Het eerste punt is in dit verband minder van belang. Of het verouderingspercentage van 1,5% een goede schatting is, raakt niet zo zeer de methodiek. Dat de toekomstige renovatie buiten beschouwing blijft, is wel problematisch. Er ontstaat zo een asymmetrisch beeld. Met woontechnische veroudering wordt wel rekening gehouden via de afslag van 1,5%, maar met woontechnische vernieuwing via renovatie niet. Beide kanten van de medaille zijn evenzeer relevant.

De derde kanttekening laat ook een inconsistentie zien. Als op basis van de verwachtingen waarop de beleidswaarde is gebaseerd voor de volgende jaren een berekening van de toekomstige beleidswaarde wordt gemaakt, zal blijken dat deze zogenaamde voortrollende beleidswaarde hoger is dan de beleidswaarde op basis van de autonome waardeontwikkeling met een afslag van 1,5% ten opzichte van de huursomstijging. Dit impliceert dat bij gelijkblijvende verwachtingen de toekomstige beleidswaarde hoger zal zijn dan de beleidswaarde zoals die volgens de voorgeschreven prognose is gemaakt.²⁴

²² Handboek modelmatig waarderen marktwaarde 2021, p. 74

²³ Aw/WSW: Leidraad economische parameters dPi 2022, p. 10

²⁴ Veranderingen van de disconteringsvoet blijven hierbij buiten beschouwing

Een cijfermatige illustratie

Aan de hand van een voorbeeldwoning geeft deze paragraaf een beeld van het verloop van de beleidswaarde bij verschillende veronderstellingen. De tabel geeft een overzicht van de gegevens die voor de voorbeeldwoning zijn gebruikt. Op basis daarvan zijn enkele situaties met elkaar vergeleken.

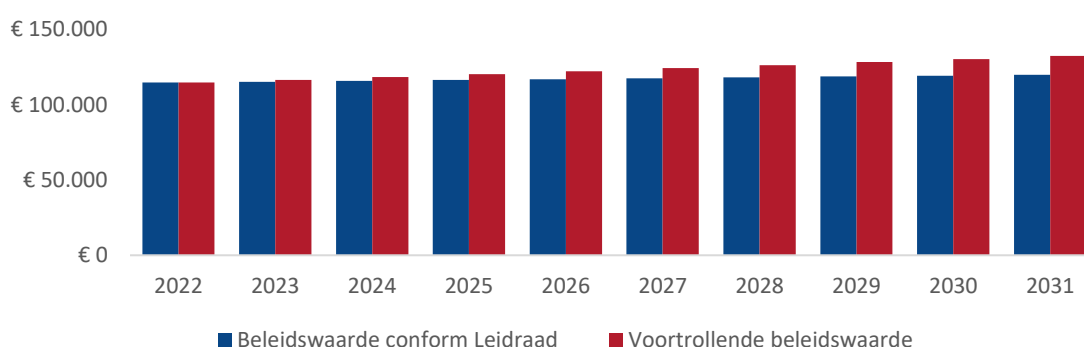
Figuur 9. Parameters voorbeeldwoning

Voorbeeld woning

Huur per maand	€ 650
Onderhoudslasten per jaar	€ 2.000
Beheerlasten per jaar	€ 900
Huurstijging	2,5% resp. 2,0%
Stijging onderhoudslasten	2,5%
Stijging beheerlasten	2,5%
Disconteringsvoet	5,9%
Looptijd	Eeuwigdurend, resp. 50 jaar

Figuur 10 vergelijkt de prognose van de beleidswaarde op basis van de Leidraad met die bij de voortrollende beleidswaarde. Bij de voortrollende beleidswaarde wordt de beleidswaarde elkaar jaar opnieuw berekend op basis van de toekomstige kasstromen voor dat jaar, hetgeen in de praktijk ook het geval zal zijn. De prognose volgens de Leidraad levert bij een huurstijging van 2,0%, minus de afslag van 1,5%-punt, een jaarlijkse stijging op voor de beleidswaarde van 0,5%. Figuur 10 laat zien dat de prognose volgens de Leidraad een onderschatting oplevert. De stijging van de voortrollende beleidswaarde ligt gemiddeld 1%-punt per jaar hoger. De verklaring hiervoor is dat in de 1,5%-afslag die de Leidraad hanteert ook met een verouderingseffect rekening is gehouden, die vervolgens niet zichtbaar is bij de voortrollende beleidswaarde.

Figuur 10. Verloop beleidswaarde volgens Leidraad in vergelijking met voortrollende beleidswaarde (huurstijging 2,0%)

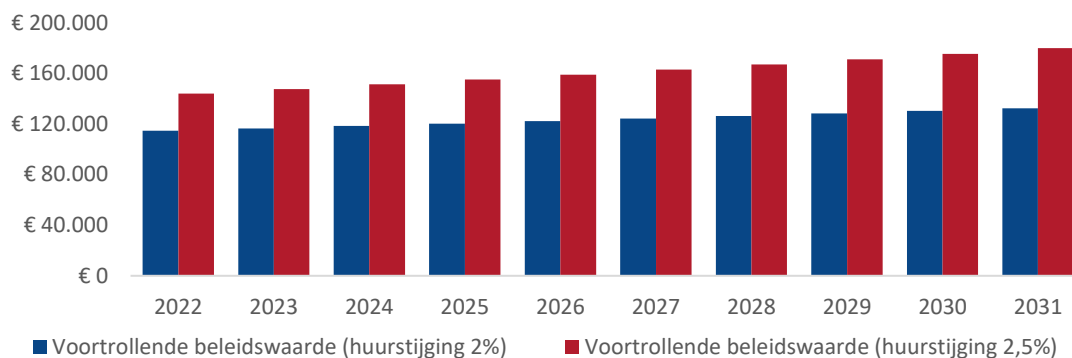


Gebruikelijk is om de huurstijging te koppelen aan de inflatie (CPI)²⁵ en aan te nemen dat de stijging van de bouw- en loonkosten 0,5%-punt hoger ligt. Dat de huren als gevolg daarvan niet meestijgen met de exploitatiekosten heeft een negatief effect op de beleidswaarde. Figuur 11 laat dit zien. Als de huurstijging gelijk zou zijn aan de stijging van de

²⁵ Zoals aangegeven zal hier de komende jaren van worden afgeweken. De huurstijging zal de komende jaren gelijk zijn aan de stijging van de gemiddelde CAO-lonen minus 0,5%-punt

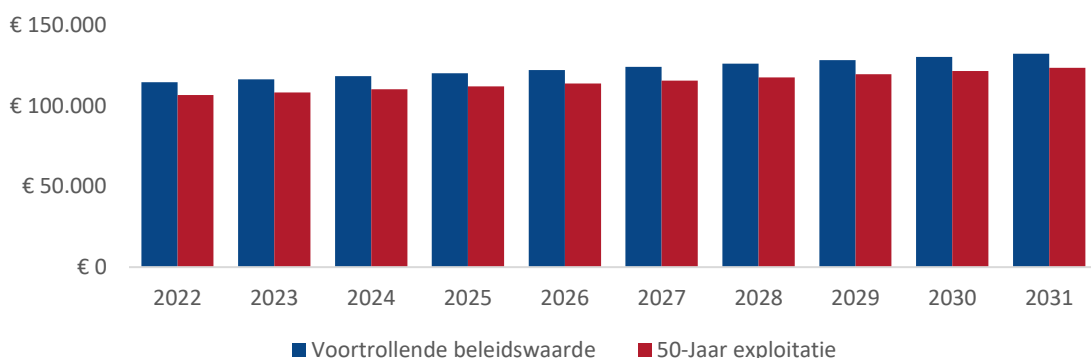
exploitatiekosten zou het startniveau van de beleidswaarde bij de voorbeeldwoning 25% hoger zijn. Ook is vervolgens de jaarlijkse stijging van de beleidswaarde hoger. Na tien jaar is het verschil opgelopen naar 36%. Dit illustreert dat het hanteren van een huurstijging die de kostenstijging niet volgt, een groot effect heeft op de hoogte van de beleidswaarde.

Figuur 11. Voortrollende beleidswaarde met huurstijging 2,0% in vergelijking met huurstijging 2,5%



Tot slot geeft figuur 12 een vergelijking van de voortrollende beleidswaarde op basis van een eeuwigdurende kasstroom met een beleidswaarde waarbij de looptijd vijftig jaar is. De eerste tien jaren is het verschil tussen beide beleidswaarden beperkt. De beleidswaarde op basis van een eeuwigdurende kasstroom ligt uiteraard hoger, maar het verschil blijft beperkt tot circa 7,5%.

Figuur 12. Voortrollende beleidswaarde eeuwigdurende exploitatie in vergelijking met 50-jaar exploitatie (huurstijging 2,0%)



5.5. Conclusie

Op basis van de bevindingen in deze paragraaf kunnen de volgende conclusies worden getrokken:

- de hoogte van de beleidswaarde op peildatum wordt weinig tot niet beïnvloed door de woontechnische staat waarin de woning zich bevindt, en evenmin door de toekomstige woontechnische ontwikkeling (veroudering noch vernieuwing);
- in de volgens de Leidraad voorgeschreven prognose van de beleidswaarde wordt op een gestileerde wijze weliswaar rekening gehouden met woontechnische veroudering, maar de verbeterinvesteringen die de woontechnische veroudering ongedaan maken, blijven ten onrechte buiten beschouwing.

5.6. Onderhoud versus verbeterinvesteringen

Een gerelateerd vraagstuk is het onderscheid tussen onderhoud en verbeterinvesteringen. Conceptueel is het onderscheid duidelijk. Onderhoud zorgt voor instandhouding van de woning en verbeterinvesteringen zorgen voor aanpassing of verbetering van de woning. Op grond hiervan zijn richtlijnen vastgesteld hoe woningcorporaties hiermee onder meer bij de bepaling van de beleidswaarde om moeten gaan.²⁶ Volgens deze richtlijnen kwalificeren de uitgaven als verbeterinvesteringen als er sprake is van een ingrijpende verbouwing van de woning. De criteria die daarbij gebruikt worden, hebben betrekking op de aanpassing van de woning. Buiten beschouwing blijft of de verbeterinvestering ook een financiële opbrengst oplevert waarmee de investering (gedeeltelijk) gedekt wordt. In de praktijk is dat niet, of maar zeer ten dele het geval. Renovaties vinden plaats om de verhuurbaarheid van de woning in stand te houden. Duurzaamheidsinvesteringen leveren veelal wel extra onderhoud, maar (nagenoeg) geen extra huur op. De betaalbaarheid van de sociale huurwoningen voor de doelgroep brengt ook met zich mee dat huuraanpassingen maar zeer beperkt mogelijk zijn. Het feit dat verbeterinvesteringen in de praktijk (nagenoeg) geen financiële opbrengst opleveren, leidt ertoe dat bedrijfseconomisch het onderscheid tussen onderhoud en verbeterinvesteringen weinig betekenis heeft. In beide gevallen gaat het om uitgaven die noodzakelijk zijn om de woning verhuurbaar te houden. Hetzelfde geldt voor achterstallig onderhoud, dat nu merkwaardigerwijs wel als investering wordt beschouwd. Het zou logisch zijn om instandhoudingsonderhoud en verbeterinvesteringen samen te voegen. Dit sluit ook aan bij de wijze waarop in het Corporatie Benchmark Centrum deze uitgaven worden behandeld. Ook het pleidooi om de verbeterinvesteringen te dekken uit de operationele kasstroom ligt in dezelfde lijn.²⁷

Als het onderscheid tussen onderhoud en verbeterinvesteringen vanuit bedrijfseconomisch perspectief niet zo zinvol is en ook bij de financiële sturing onderhoud en verbeterinvesteringen beide deel uitmaken van de operationele kasstroom, ligt het voor de hand bij de bepaling van de beleidswaarde ook de verbeterinvesteringen mee te nemen.

5.7. Oplossingsrichtingen

In het voorafgaande zijn de redenen gegeven waarom bij de bepaling van de beleidswaarde ook rekening gehouden zou moeten worden met de uitgaven vanwege woontechnische veroudering. Dit geldt ook voor de uitgaven voor de verduurzaming van de woning. Het gaat hierbij om de toekomstige uitgaven die als een 'liability' op de woning rusten. De betreffende uitgaven zijn noodzakelijk om de woonkwaliteit weer op een voldoende niveau te brengen en om de woning te verduurzamen.

De volgende oplossingen zijn gezamenlijk verkend en in bilaterale gesprekken met de deelnemers verder uitgediept:

- a) *Eindige levensduur van de woningen met een levensduurverlenging bij feitelijke verbeterinvesteringen op basis van de hoogte van het investeringsbedrag*

Deze oplossing heeft veel overeenkomsten met de vroegere bedrijfswaarde. De eindige levensduur van een nieuwe woning zou dan vijftig jaar kunnen zijn. Elk jaar is de resterende levensduur een jaar minder. Bij een verbeterinvestering zou de dan resterende levensduur weer verlengd kunnen worden met bijvoorbeeld een jaar voor elke € 2.500 dat aan de verbetering is besteed. Met deze 'levensduurknop' kan (impliciet) rekening worden gehouden met de woontechnische veroudering van de woning;

²⁶ BZK, Aw en WSW (2019): Definities onderhoud en beheer ten behoeve van de verantwoording en prognose, 3 juli

²⁷ Johan Conijn en Jelmer Dioncre (2022): Verbeterinvesteringen meenemen bij bepalen ICR. Finance Ideas, 5 januari

- b) *Oneindige levensduur met extra afslag op basis van conditiemeting resp. energielabel; bij renovatie, resp. investering met labelsprong wordt de afslag opgeheven, resp. verlaagd*

Bij deze oplossing is er een objectief kwaliteitskenmerk van de woning zoals de conditiemeting of energielabel dan wel isolatiestandaard dat een extra afslag op de beleidswaarde oplevert. De hoogte van de afslag is gebaseerd op een (normatief) investeringsbedrag dat nodig is om de kwaliteit resp. het energielabel te verbeteren of isolatiestandaard te realiseren. Nadat op basis van het objectieve kwaliteitskenmerk de kwaliteit of het label is verbeterd, resp. isolatiestandaard is bereikt, wordt de afslag verminderd of verdwijnt geheel. Hierdoor stijgt op dat moment de beleidswaarde;

- c) *Oneindige levensduur met het inrekenen van de feitelijke verbeterinvesteringen als toekomstige kasstroom in de 10-jaars prognose periode met een aanpassing van de eindwaarde na tien jaar*

Bij deze oplossing worden de feitelijke verbeterinvesteringen zoals opgenomen in de meerjarenprognose als toekomstige uitgaande kasstroom verwerkt in de beleidswaarde. Deze benadering vertoont gelijkenis met de wijze waarop momenteel met achterstallig onderhoud rekening wordt gehouden. De huidige beleidswaarde op peildatum wordt dan gecorrigeerd met de contante waarde van het toekomstige bedrag van de verbeterinvesteringen. Als de verbeterinvesteringen zijn uitgevoerd, vervalt het bedrag in de beleidswaarde, waardoor de beleidswaarde stijgt.

Uit de bespreking met de deelnemers is het volgende naar voren gekomen:

- Er is bij de woningcorporaties geen draagvlak voor de herinvoering van een eindige levensduur zoals bij de vroegere bedrijfswaarde het geval was. Ervaringen uit het verleden hebben geleerd dat de 'levensduurknop' naar eigen inzicht en zoals het uitkwam, werd gebruikt. Door een dergelijk gebruik biedt de herinvoering van de 'levensduurknop' geen goed inzicht;
- De keuze gaat tussen de *generieke* benadering waarbij op basis van kwaliteitskenmerken van de woning, een afslag op de beleidswaarde wordt ingerekend, en de *corporatie specifieke* benadering waarbij de in de eigen meerjarenprognose opgenomen verbeterinvesteringen in de beleidswaarde ingerekend worden.

De generieke en de corporatie specifieke benadering hebben elk hun eigen voor- en nadelen.

- De generieke benadering heeft als voordeel dat die leidt tot een afslag op de beleidswaarde die voor woningen met gelijke kwaliteitskenmerken gelijk is. Ter illustratie een woning die een energielabel G heeft. Op deze woning rust de 'liability' om de energielabel te verbeteren. Voor deze 'liability' wordt een normatieve afslag ingerekend, waarmee de beleidswaarde wordt verlaagd. Zodra de woning label B heeft, vervalt de afslag waardoor de beleidswaarde stijgt. Daarmee levert de duurzaamheidsinvestering ook een opbrengst op. Het nadeel van de generieke benadering is dat er geen rekening wordt gehouden met de feitelijke omvang van de verbeterinvestering. Verder is er een Handboek beleidswaarde nodig waarin de relatie tussen kwaliteitskenmerken van de woning en de hoogte van de afslagen is uitgewerkt;
- De corporatie-specifieke benadering heeft als voordeel dat de eigen inschatting van de verbeterinvesteringen het effect op de beleidswaarde bepaalt. De in de meerjarenprognose opgenomen verbeterinvesteringen zijn als toekomstige kasuitgaven ingerekend in de beleidswaarde. Als de verbeterinvesteringen worden uitgevoerd, stijgt de beleidswaarde. Het nadeel is dat de beleidswaarde lager is naarmate er meer verbeterinvesteringen in de meerjarenprognose zijn opgenomen. Daardoor stijgt de LTV en vermindert de leningsruimte. Dit effect kan ertoe leiden dat er een stimulans is om de toekomstige verbeterinvesteringen laag in te schatten.

Verdere uitwerking van deze twee opties levert het volgende op:

- De basis voor verbetering van de beleidswaarde is een 10-jaars prognose. Deze termijn sluit aan bij de lengte van de meerjarenprognose van veel woningcorporaties. Ook de marktwaardering bij beleggers kent ook een 10-jaars horizon;
- De beleidswaarde is niet alleen gebaseerd op de exploitatiekasstromen, zoals nu het geval is, maar ook op de ingerekende verbeterinvesteringen in deze 10-jaars periode, zoals in de generieke als de corporatie specifieke

variant. Bij de berekening van de beleidswaarde vervalt aldus het onderscheid tussen instandhoudingsonderhoud, achterstallig onderhoud en verbeterinvesteringen;

- De beleidswaarde is dan opgebouwd uit de contante waarde van de betreffende kasstromen in de 10-jaars periode plus de contante waarde van de eindwaarde aan het einde van het 10^e jaar;
- Bij de bepaling van de eindwaarde wordt rekening gehouden met een normatief bedrag voor de verbeterinvesteringen na het 10^e jaar. Dit bedrag is gebaseerd op de aanname dat eens per veertig jaar een ingreep van € 60.000 (prijsspeil 2022) nodig is. Dit komt overeen met een jaarbedrag van € 1.500 per jaar. Dit jaarbedrag kan dan, inclusief indexatie, vanaf het 11^e jaar aan het onderhoud worden toegevoegd;
- De eindwaarde aan het einde van het 10^e jaar is vervolgens gelijk aan de contante waarde van de oneindige exploitatiekasstromen, inclusief het verhoogde onderhoudsbedrag vanaf het 11^e jaar.

Kenmerkend voor deze benadering voor het bepalen van de beleidswaarde, is een duidelijke focus op de investeringsopgave, die in de bestaande woningvoorraad aanwezig is. Er ontstaat meer inzicht in de omvang van deze opgave voor de komende tien jaar, vanuit een generiek, dan wel vanuit een corporatie specifiek perspectief. Als deze opgave relatief groot is, komt dat tot uitdrukking in een lagere beleidswaarde. Hierdoor wordt een deel van het risico dat in het vastgoed zit, maar momenteel niet in de waarde wordt meegenomen, zichtbaar. Als de opgave relatief gering is, levert dat een hogere beleidswaarde op. Zodra de opgave is uitgevoerd, stijgt de beleidswaarde weer, waardoor met de verbeterinvestering ook waarde toegevoegd wordt. Dat is een groot voordeel ten opzichte van de huidige beleidswaarde.

Een consequentie van deze benadering is wel dat de verbeterde beleidswaarde niet op dezelfde wijze als nu gebruikt kan worden voor het bepalen van de leningsruimte door het WSW. Als een relatief lage beleidswaarde het gevolg is van een grote investeringsopgave, zou dat niet tot minder, maar juist tot meer leningsruimte aanleiding kunnen geven. Door met de leningen te investeren in de voorraad stijgt de beleidswaarde immers. Daarmee ontstaat een dubbele stimulans voor verbeterinvesteringen.

Een voordeel is ook dat de verbeterde beleidswaarde zich beter leent voor financiële sturing bij de woningcorporatie. Er ontstaat met deze beleidswaarde een beter inzicht in de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen. Daarmee heeft de woningcorporatie meer mogelijkheden om te sturen op de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen.

Een nadeel is dat de berekening van de verbeterde beleidswaarde complexer wordt, omdat de verbeterinvesteringen ook in de berekening meegenomen moeten worden.

5.8. Dilemma's

Het verwerken van noodzakelijke verbeterinvesteringen in de beleidswaarde is geen eenvoudige zaak. In dit hoofdstuk is een concrete oplossing gepresenteerd. Of deze oplossing in de praktijk goed functioneert, is afhankelijk van de verschillende factoren:

- Leveren de door de woningcorporatie ingerekende verbeterinvesteringen bruikbare input voor de beleidswaarde? Het gaat dan onder meer om de nauwkeurigheid en de volledigheid waarmee dit is gedaan (onder meer het bedrag en het uitvoeringsjaar)?
- Weegt de extra informatie die met het inrekenen van de verbeterinvesteringen ontstaat op tegen de iets grotere complexiteit van de beleidswaarde?
- Is de voorgestelde aanpassing voor de toezichthouders acceptabel, resp. hoe scoort de aanpassing op de criteria die voor de toezichthouders van belang zijn?

- Op welke wijze kan het (ongewenste) effect dat veel verbeterinvesteringen, die leiden tot een lagere beleidswaarde, negatief uitwerken op de leningsruimte, ongedaan gemaakt worden?
- Leidt de aanpassing van de beleidswaarde ertoe dat de beleidswaarde voor de woningcorporatie beter bruikbaar is voor intern gebruikt (investeringsbeoordeling, financiële sturing)?
- Geeft de aangepaste beleidswaarde een beter inzicht in de vermogenspositie van de woningcorporatie zodat er in het kader van een duurzaam verdienmodel op kan worden gestuurd?

HOOFDSTUK 6

**BEOORDELING
OPLOSSINGSRICHTINGEN**

6. Beoordeling oplossingsrichtingen

In het voorafgaande is een overzicht gegeven van een aantal oplossingsrichtingen. De deelnemers is vervolgens gevraagd om de voorgestelde oplossingsrichtingen te beoordelen. Bij deze beoordeling is gebruik gemaakt van een vijfpuntsschaal (zie onderstaande tabel). Door te kijken naar de gemiddelde beoordeling is een beeld verkregen van de deelnemers. 27 deelnemers hebben feedback gegeven op woontechnische veroudering. 26 deelnemers op de disconteringsvoet. Het gemiddelde is bepaald door de beoordeling te vertalen in een weging. De gehanteerde wegingen zijn in onderstaande tabel opgenomen.

Figuur 13. Vijf-puntenschaal en weging

Beoordeling	Weging
++	2
+	1
0	0
-	-1
--	-2

De beoordeling van de oplossingsrichtingen is vanuit twee perspectieven uitgevoerd. Enerzijds dient er een toegevoegde waarde te zijn voor woningcorporaties. Anderzijds mogen aanpassingen van de beleidswaarde het belang van Aw, WSW en het ministerie voor VRO niet schaden. Dit leidt tot twee sets van beoordelingscriteria die betrekking hebben op:

- bruikbaarheid bij eigen sturing en beleid, respectievelijk
- randvoorwaarden die de toezichthouders stellen.

Disconteringsvoet

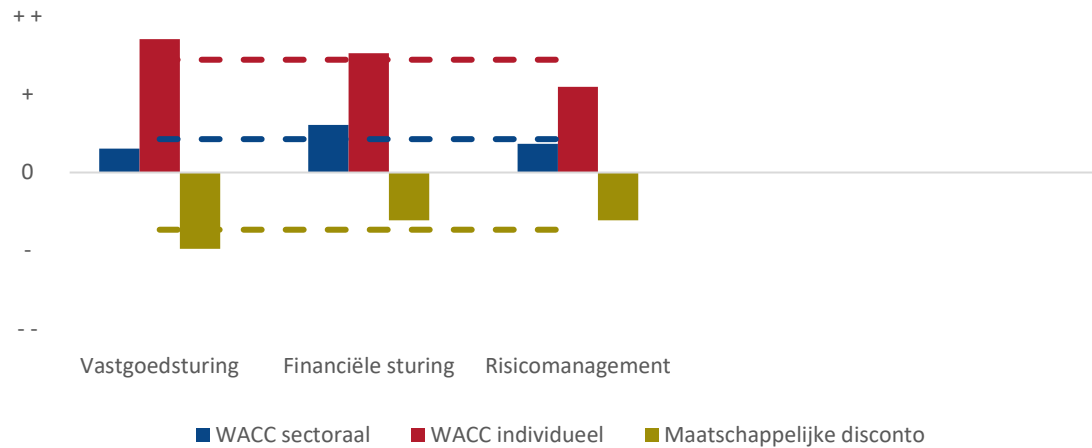
De deelnemers geven aan dat een corporatie specifieke WACC het meeste waarde toevoegt voor financiële sturing, vastgoedsturing en risicomanagement. Dit is begrijpelijk omdat deze benadering aansluit bij de corporatie specifieke situatie, terwijl de sectorale WACC het gemiddelde voor de sector hanteert.

De corporatie specifieke WACC scoort minder goed op 'transparantie' en 'verklaarbaar'. Opvallend is dat de individuele WACC slecht scoort bij de deelnemers op 'administratieve lasten'. In het voorafgaande is al aangegeven dat hogere administratieve lasten voorkomen kunnen worden als de toezichthouders de corporatie specifieke WACC aanleveren.. De individuele WACC kan immers eenvoudig worden afgeleid uit de gegevens die corporaties op dit moment reeds leveren.

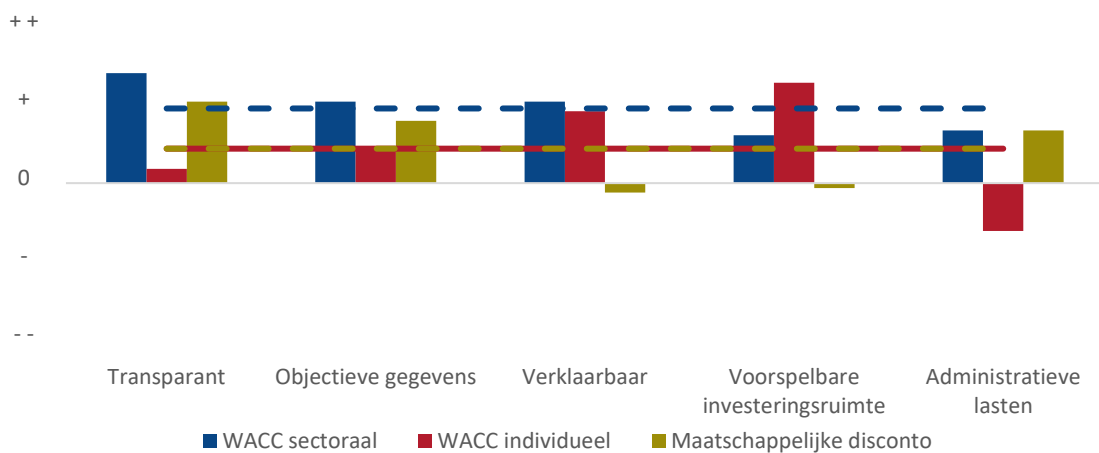
Daarnaast is opvallend dat de individuele WACC relatief goed scoort op 'voorspelbare investeringsruimte'. Dit vloeit voort uit het feite dat de corporatie inzicht heeft in het verloop van toekomstige WACC en dat die toekomstige WACC ook meebeweegt met het eigen investerings- en financieringsbeleid.

Concluderend kan worden gesteld dat deelnemers de voorkeur geven aan de WACC als methodiek om de disconteringsvoet voor de beleidswaarde te bepalen. Een corporatie specifieke WACC heeft de voorkeur van de deelnemers, omdat dit de beleidswaarde het meest bruikbaar maakt voor interne sturing. Een corporatie specifieke disconteringsvoet is eenvoudig op te stellen met gegevens die al beschikbaar zijn.

Figuur 14. Beoordelen toegevoegde waarde corporaties van de disconteringsvoet



Figuur 15. Beoordelen randvoorwaarden toezichhouders van de disconteringsvoet.

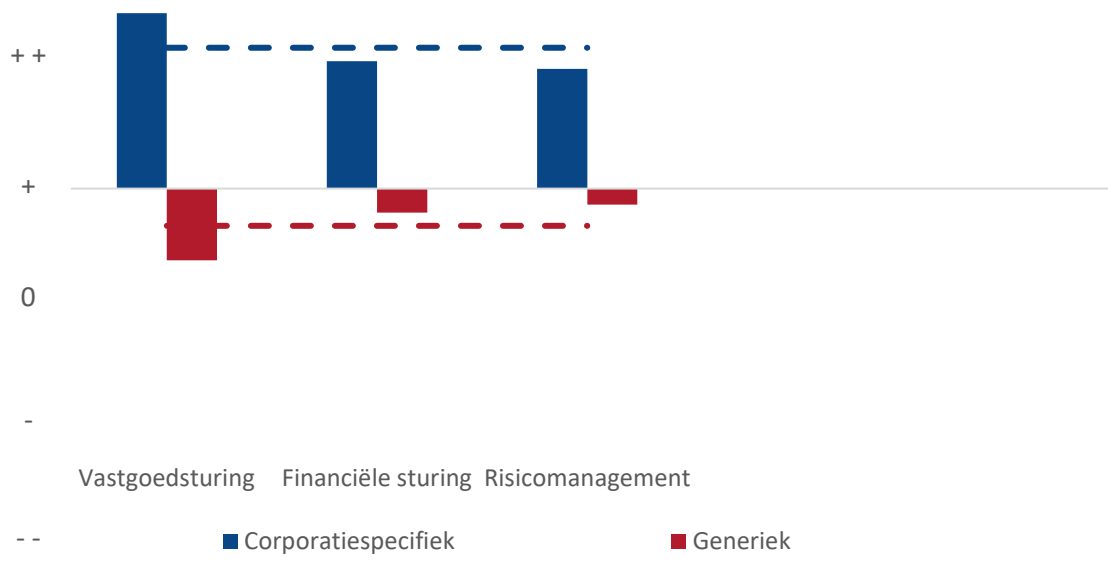


Woontechnische veroudering

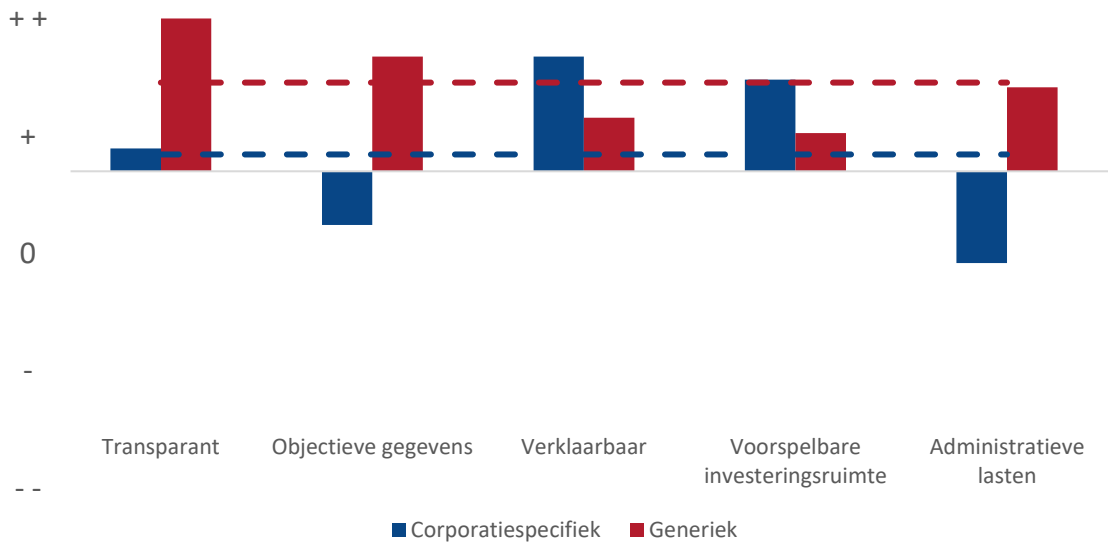
Voor eigen sturing zien participanten de meeste voordelen als het inrekenen van de verbeterinvesteringen die vanwege de woontechnische veroudering noodzakelijk zijn, is gebaseerd op eigen kasstromen (corporatie specifiek). Met name bij het criterium vastgoedsturing is vaak een negatieve beoordeling gegeven bij het alternatief dat genormeerde kasstromen worden gebruikt (generiek). Deelnemers scoren bij de corporatie-specifiek benadering ook hoog op verklaarbaarheid en voorspelbare investeringsruimte. Vanuit het corporatiestandpunt is het gebruik van de eigen cijfers beter verklaarbaar dan het werken met normbedragen. Ook sluit de investeringsruimte beter aan bij de eigen mogelijkheden. De corporatie specifieke benadering vraagt om een eigen inschatting van de verbeterinvesteringen, die van hoge kwaliteit is. Daarbij kan gesteld worden dat een goede inschatting van de benodigde verbeterinvesteringen sowieso van groot belang is.

De generieke benadering werkt met genormeerde afslag voor woningen met dezelfde kwaliteit. Dit is transparant en objectief en leidt tot minder uitvoeringslasten ten opzichte van de corporatie specifieke benadering. Daar staat tegenover dat er geen extra prikkel ontstaat om goed inzicht te ontwikkelen in de omvang van de benodigde verbeterinvesteringen.

Figuur 16. Beoordelen toegevoegde waarde corporaties van de woontechnische veroudering



Figuur 17. Beoordelen randvoorwaarden toezichthouders van de woontechnische veroudering.



HOOFDSTUK 7

CONCLUSIES & ADVIES

7. Conclusies en advies

Het merendeel van de corporaties stuurt vooral op de kasstromen om de financiële continuïteit te bewaken. Daarnaast zijn corporaties verplicht om de marktwaarde en beleidswaarde van hun vastgoed op te leveren. Deze begrippen hebben voor veel corporaties momenteel slechts beperkt toegevoegde waarde. Dit is zonde, met name omdat er veel tijd en geld gaat zitten in het berekenen en onderhouden van deze begrippen. Bovendien kan waarde sturing naast kasstroom sturing ook iets toevoegen aan het instrumentarium. Voorwaarde is wel dat er een waarde begrip wordt gehanteerd dat beter aansluit bij de sector. Wij hebben ons tot doel gesteld om een beter alternatief te ontwikkelen. Hieronder een eerste aanzet.

In dit rapport richten wij ons op de beleidswaarde omdat deze waarde, in tegenstelling tot de marktwaarde, is gebaseerd op de voorgenomen exploitatie van een woningcorporatie. Ondanks de verschillen tussen woningcorporaties in hun visie op waarde sturing, is er overeenstemming tussen de deelnemers dat de beleidswaarde zoals die nu wordt gebruikt aanzienlijk kan worden verbeterd. Deelnemers dringen aan op twee verbeteringen die er voor zorgen dat woningcorporaties meer aan de beleidswaarde hebben bij hun sturing en risicomanagement. Dit draagt ook bij aan het belang dat Autoriteit woningcorporaties, Waarborgfonds Sociale Woningbouw en het ministerie voor VRO in de beleidswaarde hebben. De voorgestelde verbeteringen zijn:

1. Introduceer een disconteringsvoet gebaseerd op de rendementseis van corporatiesector in plaats van de huidige disconteringsvoet die ontleend is aan de rendementseis van beleggers;
2. Houd rekening met de toekomstige verbeterinvesteringen die noodzakelijk zijn om de woning te verduurzamen en de woontechnische veroudering ongedaan te maken.

Ad 1

Deelnemers verzoeken het ministerie, Aw en WSW de marktdisconteringsvoet die momenteel in de berekening van de beleidswaarde wordt gebruikt te vervangen door een corporatie specifieke disconteringsvoet. Het bepalen van deze disconteringsvoet kan plaatsvinden via de WACC-methode. De deelnemers pleiten ervoor een corporatie specifieke WACC te bepalen, omdat dit de meeste waarde toevoegt voor interne sturing, relatief eenvoudig is en het de belangen van Aw, WSW en het ministerie niet schaadt. Ook, zo is de verwachting, zal deze op de WACC gebaseerde disconteringsvoet leiden tot een minder volatiele beleidswaarde waardoor de investeringsruimte een stabielere verloop laat zien. Aw en WSW dienen een aantal keuzes te maken. Over de te hanteren parameters, over de hoogte van een risico-opslag op de WACC en of een aanpassing van de normen voor de LTV en de solvabiliteit noodzakelijk is. Dat lijkt overkomelijk als hierdoor een beleidswaarde ontstaat die de woningcorporaties aanzienlijk meer biedt dan de huidige beleidswaarde.

Ad 2

De deelnemende corporaties zien het ontbreken van de noodzakelijke verbeterinvesteringen als verplichting die op de woningen rust, als een serieuze tekortkoming bij de bepaling van de beleidswaarde. Als gevolg hiervan laten verbeterinvesteringen momenteel ten onrechte een te negatief beeld zien. Dit kan een rem vormen op het uitvoeren van de noodzakelijke verbeterinvesteringen. Ook vanuit risicomanagement is het onwenselijk dat het waardebegrip de investeringsverplichtingen die met de woning samenhangen, onvoldoende weerspiegelen. Corporaties hebben onvoldoende zicht op de houdbaarheid van hun bedrijfsmodel als het waardebegrip noodzakelijke verbeteringen buiten beeld houdt. Zeker nu ook de rijksoverheid meer dan ooit aan de sector vraagt om te investeren in de kwaliteit en duurzaamheid van de woningvoorraad, is dit een zeer gewenste verbetering van de beleidswaarde.

Het opnemen van verbeterinvesteringen in de beleidswaarde vergt nadere uitwerking. Dit rapport geeft een duidelijke richting. De keuze gaat tussen de generieke benadering waarbij op basis van kwaliteitskenmerken van de woning de verbeterinvesteringen via een afslag op de beleidswaarde worden ingerekend en de corporatie specifieke benadering waarbij de in de eigen meerjarenprognose opgenomen verbeterinvesteringen in de beleidswaarde ingerekend worden.

Dat het opnemen van de verbeterinvesteringen een belangrijke verbetering voor de beleidswaarde is, is duidelijk voor de deelnemers. Of invoering haalbaar is, binnen de randvoorwaarden die de externe belanghebbenden en ook de corporaties zelf onderschrijven (transparant, objectieve gegevens, verklaarbaar, voorspelbare investeringsruimte en administratieve lasten), is de vraag. Nadere uitwerking is nodig voordat aanpassingen van de beleidswaarde kunnen worden voorgesteld. Daarom verzoeken wij het ministerie, Aw en WSW om nader onderzoek te doen naar het opnemen van de noodzakelijke verbeterinvesteringen in de beleidswaarde.

7.1. Vervolgproces

Wij zien ons rapport als een bijdrage aan de evaluatie van de markt- en beleidswaarde die momenteel plaats vindt. Voor woningcorporaties is een verbetering van de beleidswaarde belangrijk. Wij realiseren ons dat met onze aanbevelingen niet het laatste woord is gezegd. Als volgende stap in het proces gaan we graag in gesprek met Aw, WSW en het ministerie voor VRO over ons rapport en onze aanbevelingen. Een gesprek geeft ons de gelegenheid om het rapport nader toe te lichten en vragen die er leven, te beantwoorden. Verder bieden wij, als groep van betrokken woningcorporaties, aan om ook in vervolg van het proces een inbreng te leveren. Daarmee beogen wij om gezamenlijk te komen tot een nadere uitwerking en invulling van de verbetering van de beleidswaarde. Wij denken met de betrokkenheid van woningcorporaties de beleidswaarde zodanig te kunnen verbeteren dat de toegevoegde waarde voor de sector maar ook voor de externe toezichthouders wordt vergroot.

Contactinformatie



Johan Conijn
Directeur woningcorporaties

johan.conijn@finance-ideas.nl



Daan Vrijmoet
Directeur woningcorporaties

daan.vrijmoet@finance-ideas.nl



Jelmer Dioncre
Adviseur woningcorporaties

jelmer.dioncre@finance-ideas.nl

Bijlage 1: Opzet onderzoek

Het onderzoek naar een verbeterde beleidswaarde is opgedeeld in vier fasen. Onderstaand is een grafische weergave van de fasen, termijnen en doelstellingen opgenomen:

Figuur 19 Grafische weergave onderzoek verbeteren beleidswaarde



Vorbereiding

Finance Ideas heeft in de voorbereidende fase een projectvoorstel geschreven om gezamenlijk met de sector verbetervoorstellen te doen voor de beleidswaarde. Vervolgens is gezocht naar voldoende deelnemers om het onderzoek te starten. In deze fase zijn tevens BZK, ILT-Aw en Aedes geïnterviewd. Het doel van deze interviews is om te inventariseren wat vanuit de toezichthouder belangrijk is in de beleidswaarde en de evaluatie hiervan. Het afwegingskader ter beoordeling van verbetervoorstellen (paragraaf 3.1) is op basis van deze gesprekken opgesteld.

Het onderzoek is rondom een aantal bijeenkomsten met deelnemers opgezet. Het doel van deze bijeenkomsten is de kennis en kunde van de corporatiesector te gebruiken, bij het komen tot en uitwerken van verbetervoorstellen. Daarnaast toont het aantal deelnemers dat er een aanzienlijk draagvlak is binnen de sector voor de verbeteringen die worden voorgesteld. Dit vergroot de kans dat de verbetervoorstellen worden overgenomen door Aw en WSW, zolang deze het belang van Aw, WSW en BZK niet schaden.

Voorafgaand aan de eerste bijeenkomst is een enquête onder de deelnemers verspreid. Het doel van de enquête is om te inventariseren waar de noodzaak van een verbeterde beleidswaarde ligt, in welke oplossingsrichting de deelnemers denken en wanneer het project is geslaagd. De resultaten van de enquête zijn weergegeven in hoofdstuk 2.

Aanscherpen opdracht (Bijeenkomst I)

Tijdens de eerste bijeenkomst is de doelstelling van het onderzoek aangescherpt en zijn de uitkomsten van de enquête besproken. Vervolgens zijn twee centrale uitdagingen van de beleidswaarde geïdentificeerd, waarop een verdieping volgens de deelnemers wenselijk is. Dit zijn:

- woontechnische veroudering;
- disconteringsvoet.

Verkennen en uitwerken oplossingsrichtingen (Bijeenkomst II)

De centrale uitdagingen uit de eerste bijeenkomst zijn door Finance Ideas uitgewerkt in een tweetal memo's. In de memo 'veroudering en beleidswaarde' wordt besproken hoe de beleidswaarde tekortschiet ten aanzien van woontechnische veroudering en hoe dit wel meegenomen zou kunnen worden. In de memo 'disconteringsvoet' wordt het gebruik van de marktdisconteringsvoet, voor het bepalen van de beleidswaarde, ter discussie gesteld. Vervolgens worden alternatieven besproken. Ter voorbereiding op de tweede bijeenkomst zijn de memo's aan de deelnemers gestuurd.

Tijdens de tweede bijeenkomst zijn de memo's besproken en hebben de deelnemers de voorkeur voor verschillende oplossingsrichtingen bevestigd. Het oorspronkelijke idee was om de praktische uitwerking van de oplossingsrichtingen gezamenlijk met de deelnemers op te pakken. Deze aanpak werkte onvoldoende. Finance Ideas heeft vervolgens een aantal oplossingsrichtingen in meer detail uitgewerkt, verdiept en hier met een aantal corporaties verder besproken. De aangescherpte oplossingsrichtingen zijn het startpunt voor de concept eindrapportage.

Opstellen eindrapportage (Bijeenkomst III)

Het concept eindrapport is aan de deelnemers gestuurd als voorbereiding voor bijeenkomst III begin september. Naar aanleiding van de bespreking zijn nog enkele wijzigingen in de rapportage doorgevoerd.

finance ideas

Auteurs:

Johan Conijn

Daan Vrijmoet

Jelmer Dioncre

Finance Ideas B.V.

Weg der Verenigde Naties 1

3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 – 232 0480

info@finance-ideas.nl

finance-ideas.nl