

ALTERNATIEVE FINANCIERING VAN NEDERLANDSE WONINGCORPORATIES

EEN VERKENNING EN MODELMATIGE TOETSING



RIK VAN DIJK
28 OKTOBER 2013
1361228

*Price is what you pay.
Value is what you get.*

- Warren Buffett

Colofon

Persoonlijk

Naam: Rik van Dijk
Student nummer: 1361228
Adres: Elandstraat 91a
2513 GM 's Gravenhage
Telefoon: 06-43 13 47 40
Student e-mail: r.vandijk-1@student.tudelft.nl
Privé e-mail: rikvandijk89@gmail.com



Onderwijs

Universiteit: Technische Universiteit Delft
Masters programma: Architecture, Urbanism and Building Sciences
Master track: Real Estate and Housing
Afstudeer Lab: Housing Policy, Management & Sustainability

Mentor

Eerste mentor: Prof. dr. ir. Vincent Gruis
Tweede mentor: Drs. Philip Koppels
Gecommitteerde: Drs. D.J. Dubbeling

Afstudeerbedrijf

Bedrijfsnaam: Finance Ideas
Afstudeerbegeleider: Victor Burger - Directeur Wonen

Datum

28 oktober 2013

Voorwoord

Voor u ligt het eindrapport voor mijn afstudeeronderzoek aan de TU Delft. Het onderzoek gaat opzoek naar alternatieve financieringswijzen voor woningcorporaties en komt voort uit het Housing Lab van de master Real Estate and Housing. Het rapport omvat het onderzoeksvorstel, de literatuurstudie en het onderzoek dat uitgevoerd is.

Graag zou ik van de gelegenheid gebruik willen maken om mijn begeleiders Vincent Gruis en Philip Koppels te bedanken voor hun feedback en input. Daarnaast gaat mijn dank uit naar Dirk Dubbeling voor zijn bijdrage aan de kwaliteit en het structureren van het verslag. Ook zou ik graag Victor Burger en Michiel Majoor van Finance Ideas willen bedanken voor de hulp en ondersteuning.

Daarnaast een woord van dank voor alle experts uit het werkveld die mij door middel van interviews hebben geholpen een beter inzicht in de sector te verwerven. Mijn dank gaat uit naar Riemer Smink, Hans Polman, Pim Vermeulen, Jan van der Moolen, Jos Santos, Johan Conijn, Leon Knoester, Gerard Erents, René Kroeze, Kees Zachariasse, Joris Winters, Arnold Pureveen, Leon Hoppenbrouwers en Ellen Cramer en Paul Tazelaar.

Rik van Dijk

Oktober 2013, Utrecht

Executive Summary

Research proposal

Problem analysis

The Dutch housing associations provide affordable housing for a specified target group who cannot afford to purchase a house or pay rents in the free market. The housing associations are currently confronted with a swift change in their environment; they face a new array of challenges. The economic and financial crisis demands a repositioning of the housing associations. The main factors of the challenges are demographic, socio-cultural, climate, technological, political and economic. The economic challenges can be divided into two parts: a decrease in availability and potential price increase in external financing and a decrease of equity.

The financial crisis has had a significant influence on the Dutch financial market and housing market and the housing associations need to adapt to the new circumstances. The current financial system is based on government guaranteed funding via the WSW, the financial guarantor for the housing associations. The WSW has a triple A rating and because of that the financiers accept a relative low spread on the debt. With the current insecurity on the financial markets, the accessibility of capital is limited. The limited amount of financiers currently offering WSW guaranteed funding make it realistic that the prices will increase.

Next to the limited providers of capital, the housing associations have to deal with a decline of their equity. Due to the financial crisis the value of Dutch houses has decreased and this value change directly influences the equity position of the housing associations. In the previous years, with increasing values, the housing associations liquidated parts of their real estate by selling it on the open market to generate cash for additional investments. This source of income has declined quickly due to mortgage regulation and a loss of confidence in the market by potential buyers.

The insecurity of the existing financing system, the decline in the Dutch housing market and the decreasing equity force housing associations to look for new opportunities to finance their operations and remain solvent.

Research question

The main target of this research is to make an inventory of the financial methods that can be used by housing associations. Then these methods are tested in a financial model to see the consequences of these methods over time. The third insight gained is what the consequences of these methods are related to the legally defined tasks of the housing associations.

Next to making a consequence analysis of the applicable financing methods the model is constructed in such a way that it is adaptable and suited for housing associations to gain insight in their specific financial possibilities and facilitate the ongoing research to a mixed funding.

The main research question answered in this graduation research is the following: *What are the returns, influences and consequences for future investments of alternative ways of financing the Dutch housing associations?*

The research adds to the current research about the balance sheet of housing associations. The existing research is mainly focused on the assets of the housing associations. This research looks beyond the existing financial paradigm and explores the alternatives that can be used by housing associations. Due to the size of the social rent sector in the Netherlands and the growing doubt about the long term sustainability of the current financial system, research to enlarge the funding opportunities for housing associations fulfils both a scientific and social need to expand the applicable knowledge.

The expected research outcome and conclusions from the financial model is that several alternatives can be cheaper than the WSW secured financing. The main reason for this expectation is the number of financiers in the market; the WSW secured loans depends on the two Dutch sector-banks, their oligopoly has an upward effect on the interest yield. In other financial markets there is a decreasing interest yield due to interventions and quantitative enlargements of governments and central banks. Housing associations can benefit from this trend by exploring the other financial possibilities. For many of these methods a sound reporting standard is required and the internal organisation of the housing associations must adapt to these standards.

Current financial situation

The conclusions start with the current state of the housing associations. Confronted with a changing environment, the housing associations need to adapt.

Current challenges

Based on a DESTEP analysis, six fields were identified on which the housing associations face challenges. The fields are demographic, technology, social cultural, political and economic (van der Mast & Folkers, 2012). The housing associations need to invest in their contact with the tenants and related companies in the construction and real estate sector. Furthermore they face upcoming investments in improving their real estate and need to legitimise their existence.

Politics

The government determines most of the playing field for housing associations. Before the grossing and balancing the housing associations were governmental enterprises, an executive body of the governmental policy. After the grossing and balancing, where the repayments of the governmental loans were cancelled out against future subsidies, the housing associations gained more operational autonomy.

Via regulation the government controls the maximum rent a housing association can ask for a rental dwelling. The government has introduced a system that bases the maximum rent on the quality of the dwelling via a point-system. Next to that the government also specifies the maximum indexation of the rent levels (Rijksoverheid, 2012b).

To qualify for the State aid that the housing associations gain through the state guaranteed loans via the WSW and the lower social land prices, the EC ruled that the housing associations must meet certain social criteria. The Dutch government operationalised that as a demerger between social and commercial real estate and the obligation to assign 90 per cent of the available housing stock to low income groups.

The last change in their environment brought to them by the government is the income dependent rent indexation. The potential additional gains are capped by the government through the rental tax on social rented dwellings.

Current financial system

The regulation and financing of the housing associations is overseen by two institutions; CFV and WSW. The financial guarantees of the housing associations are built up in three layers. The first layer is the cash flow from renting out the real estate, combined with the concept of solidarity where all of the housing associations contribute when one of them might default. The second layer is the WSW. This guarantee fund enables housing associations to attract capital against a low interest rate. The WSW guarantees these loans, thereby reducing the risk for the financier and thus lowering the costs (WSW, 2012f). Currently the WSW guarantees € 87 billion and has a total collateral of € 350 billion. The third step is a definitive guarantee by the Dutch government and municipalities.

Decline of equity

The value decrease in the Dutch housing market directly influences the housing associations due to the decreasing value of their real estate. Many housing associations had the policy to use the sales gains to reinvest and repay loans. Next to the value decline, the cost level of the housing associations increases at a higher rate than their income does (Gruis, 2011) thus decreasing the exploitation value of the real estate.

Financial markets

Currently the housing associations depend on the WSW guaranteed loans for their funding. Almost all of these loans are granted by the Dutch sector-banks.

Institutional framework

Since the grossing and balancing the institutional and regulatory framework for the housing associations remained the same. The housing associations are foundations or unions regulated by the Dutch ministry of interior and CFV and depend for their financing on the WSW guaranteed loans.

To enlarge the financial alternatives for housing associations the institutional framework can be adapted to a more privatised

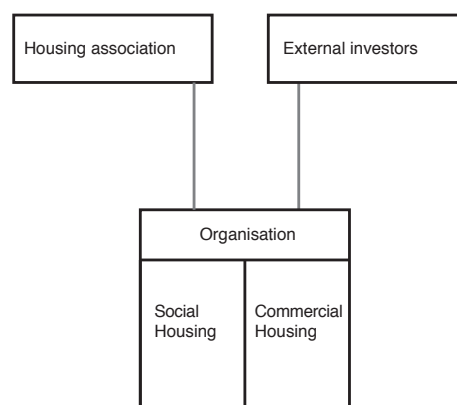


Figure 1: privatized framework (Hereijgers, 2012)

alternative (figure 1). This provides the housing associations with the opportunity to create a real estate fund with themselves as shareholder. By selling shares they attract other shareholders who can run the fund with a more commercial focus. With the gains from the stock sale the housing association can invest in social benefits for their tenants, and with a significant part of the shares the housing association will maintain a large part of their influence in the management and operations of the fund.

Global financial markets

All parties that need to gain access to capital will be judged by the financier on their credit worthiness. When the party wants to address the market directly a credit rating is the international standard. To qualify for a credit rating the housing association must invest in both the organisation and the processes. To attract additional equity the housing association must offer an internationally attractive risk-return profile.

Criteria

Due to the specific characteristics of the housing associations the financial alternatives are judged on both the operational consequences and the financial consequences. Next to the financial criteria, which compass the size of the market, the returns and costs, also the consequences on the operations of the housing associations are taken into account (table 1).

Financial criteria	Operational criteria
Return on debt	Knowledge
Total return	Control
Return on equity	Supervisory and legal consequences
Size of the market	Transition
Scalability	Risk for the social housing sector
Solvability	Ability provide affordable housing
Structural costs	Ability to invest
one-off costs	

Table 1: Financial and operational criteria

Funding alternatives

The financial alternatives can be divided in equity or debt financing (table 2).

Equity	Debt
Listed residential fund;	WSW guaranteed loan;
Housing association IPO;	Government loan;
Non-listed residential fund;	Mortgage;
Pension fund;	Bank loan;
Insurers;	Bond placement;
Private equity;	Mezzanine;
Family houses;	Social impact bonds;
Real Estate Limited Partnership.	Pfandbrief;
	Pension fund and insurers;
	Mutual guarantee fund;
	Sale and lease back;
	Family houses.

Table 2: Funding alternatives

All the financial alternatives were tested against the formulated criteria to test the applicability of the alternative for the housing associations.

An IPO is not feasible due to the size of most housing associations. Both their equity position and organisation do not have the required scale. Furthermore the scalability of an IPO is limited.

Due to the capital reserves demanded in Solvency II an insurer needs a high return on a real estate investment; this cannot be realised with social housing.

Both the timespan and required return on equity of private equity investments are not to be aligned with the social aspects of a housing association.

Family houses and real estate limited partnerships are either not of a sufficient scale or do not have the sufficient scale and require another regulatory framework.

The government loan cannot be used for political reasons. Mezzanine is vetoed due to the high return on debt and the consequences the eventual collateral redeem has on the social sector.

Due to a knowledge gap and a non existing track record social impact bonds are vetoed too. A sale and lease back frees locked up equity but is unfit for financing a real estate company because the value gains are transferred to the lessor while the lessee remains responsible for the risks related to letting the real estate.

Just as is the case with providing equity, the family houses do not possess the necessary scale.

After the vetoes the following financial alternatives are tested in the financial model (table 3).

Equity	Debt
Listed residential fund;	WSW guaranteed loan;
Non-listed residential fund;	Mortgage;
Pension fund;	Bank loan;
	Bond placement;
	Pfandbrief;
	Pension fund and insurers;
	Mutual guarantee fund;

Table 3: Realistic funding alternatives

Financial framework

In this research an abstract credit rating is used based on the loan to value ratio based on the market value while rented out. The LTV is one of the main criteria used by credit rating agencies when rating a real estate company.

Through literature research the spread per rating class is determined. The conclusions from the literature study were then confirmed by an expert panel of bankers. The vacant cells in the table below (table 4) show that with the corresponding rating, the housing association will no longer be able to attract that type of financing.

2013		Bank loan	WSW guaranteed loan	Mortgage	Bond placement	Onderlinge waarborg-maatschappij	Pension fund and insurer	Pfandbrief
	AAA	100	75	60	60	60	125	60
	AA	125	75	60	100	80	150	107
	A	150	75	100	125	105	250	124
	BBB	225	75	200	150	150	300	150
	BB	300		300	275	330	350	275
	B	500			380	380		
	CCC	1.200			1.200	1.200		
	CC	1.500			1.500	1.500		
	C	2.000			2.000	2.000		
	D	4.000			4.000	4.000		

Table 4: Spreads per debt funding alternative

Quantitative consequences

Using the theory of the capital asset pricing model (CAPM) and the profit and loss account of the housing association combined with the return on equity and debt, the tax rate and the ratio of equity and debt in the housing association, a curve for the weighted average cost of capital (WACC) can be derived.

Theory

By extending the WACC with the risk of default, the WACC can be used to calculate credit risks (formula 1) This is done through extending the debt ratio of the company, and calculate the corresponding spread and the costs of debt. In the formula the E is the total equity in the firm, D is the total debt. ROE is the required return on equity. With these three factors the weighted cost of equity are determined. The weighted cost of debt is calculated through the ratio between equity and debt. Multiply this with the weighted total interest corrected for the tax benefits to get the WACC.

$$\text{WACC} = \frac{E}{E + D} * \text{ROE} + \frac{D}{E + D} * (\text{weighted total interest} * (1 - \text{tax rate}))$$

Formula 1: Bepalen WACC (Cohen, 2003)

By adjusting the proposition of the WACC for the medium-long term, the transition of the housing association and annual refinancing, can be taken into account.

Excel model

The optimal ratio between equity and debt for housing associations is determined though the WACC and the lowest average costs of capital for both equity and debt. The bases of the financial model are the balance sheet of the previous year, the account of profits and losses and the current loan portfolio. Based on the credit rating depending on the loan to value ratio the credit spreads on the IRS are calculated (Bijlage 1). These spreads are derived from the bond spreads in the international bond spreads in the Thomson Reuters database (2013), literature research and the annually refinancing need.

Funding mix

In the excel model the funding mix that leads to the optimal debt equity ratio depends on the refinancing of the existing loan portfolio. Due to the weighted 13 year maturity of the existing funding, from 2013 until 2020 a total of € 380 million is refinanced. This is 42% of the total loan portfolio of € 890 million.

In the funding mix the housing association attracts € 140 million from investors. This reduces the loan to value ratio to 36% in 2020 (figure 2). This creates € 290 million on investment potential, based on 100% debt financing, increasing the LTV to 50% on housing association level. When the funding mix remains the way it is structured today, and the housing association does not attract additional equity, the investment potential until 2020 is € 170 million based on debt financing. Attracting more equity increases the investment potential.

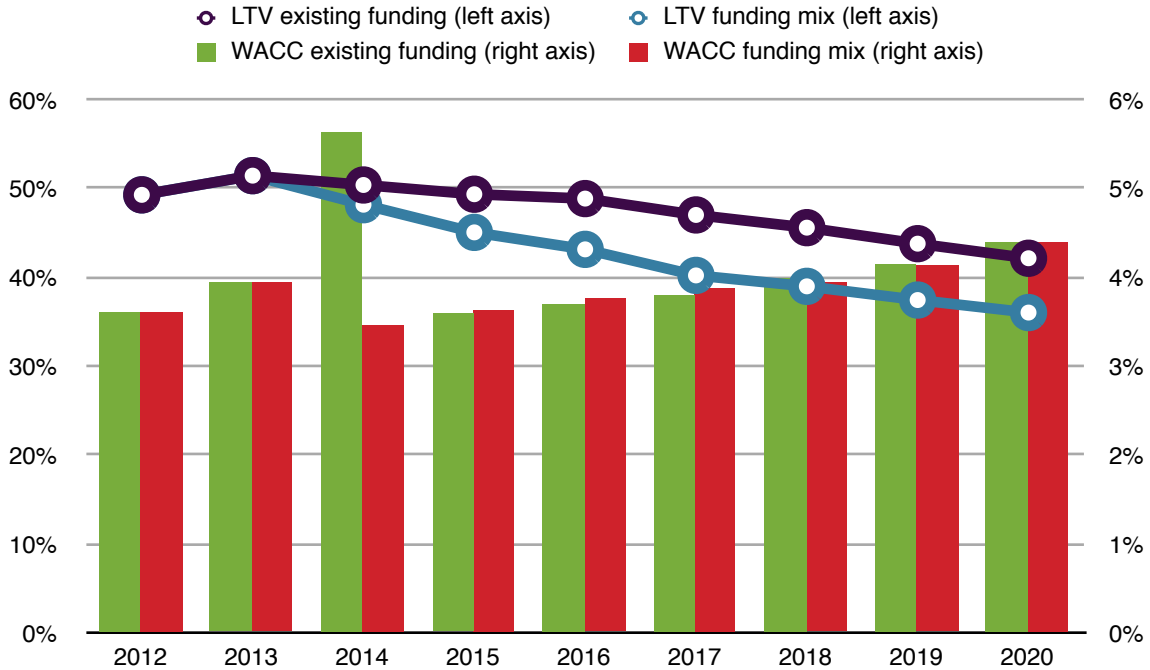


Figure 2: LTV and WACC for existing funding and funding mix

The housing association with the funding mix, has a diversified funding structure in 2020. When refinancing the housing association with the current ways of funding, the dependence on the sector-banks increases. The housing association with the diversified funding mix decreases the exposure to the sector-banks with € 300 million. Partially this is refinanced with equity, but the housing association also attracted € 140 million of debt through a bond placement and the commercial banks loaned the housing association € 70 million (figure 3). This reduces the dependency on a single funding source and increases the refinancing possibilities when for instance the sector-banks need to decrease their exposure or increase the spreads.

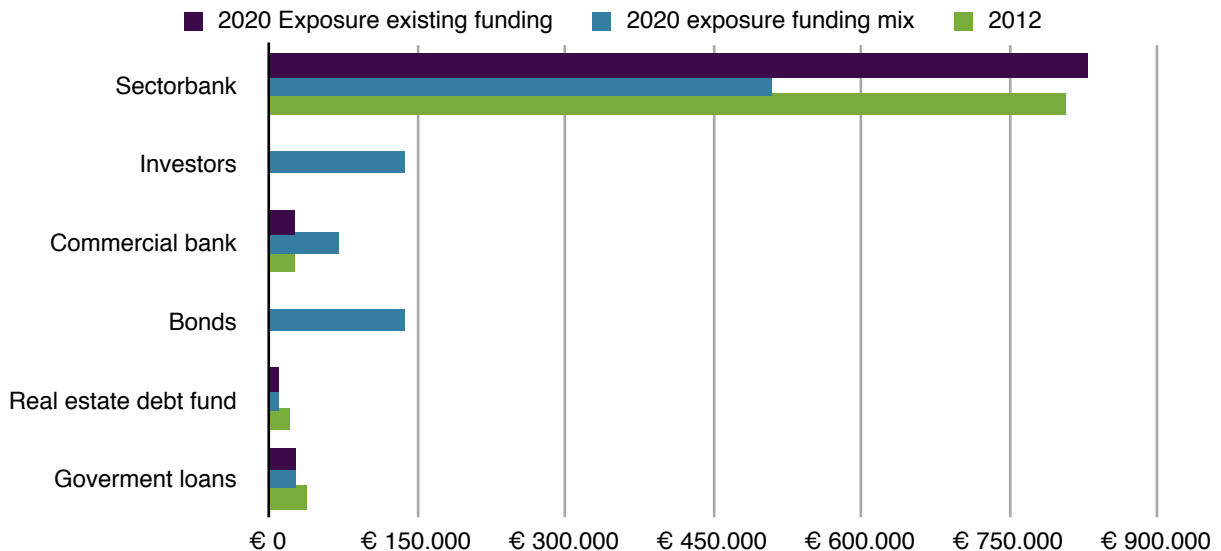


Figure 3: Funding mix (x 1.000)

Funding criteria

To be able to gain access to the funding alternatives, the housing association must adapt the organisation and business cases. When refinancing with any of the alternatives compared to WSW guaranteed loans by the sector-banks, the housing association needs to present a solid business case for the investments or the housing association as a whole to get the funding approved by the financier. This means they must show it is a profitable investment for the financier and the financing is secured with the appropriate collateral.

Next to presenting the business case and convincing the financier, the housing association must comply with the international reporting standards. This means the housing association needs to apply the IFRS regulations in the reporting and present the results on a half-year or quarter year basis.

The time this transition will take is expected to be 1 to 3 years. Until the organisation has implemented the required quality standards the housing association will need either advisors to support them whilst refinancing on the commercial markets or they need to roll over the WSW guaranteed loans by the sector-banks.

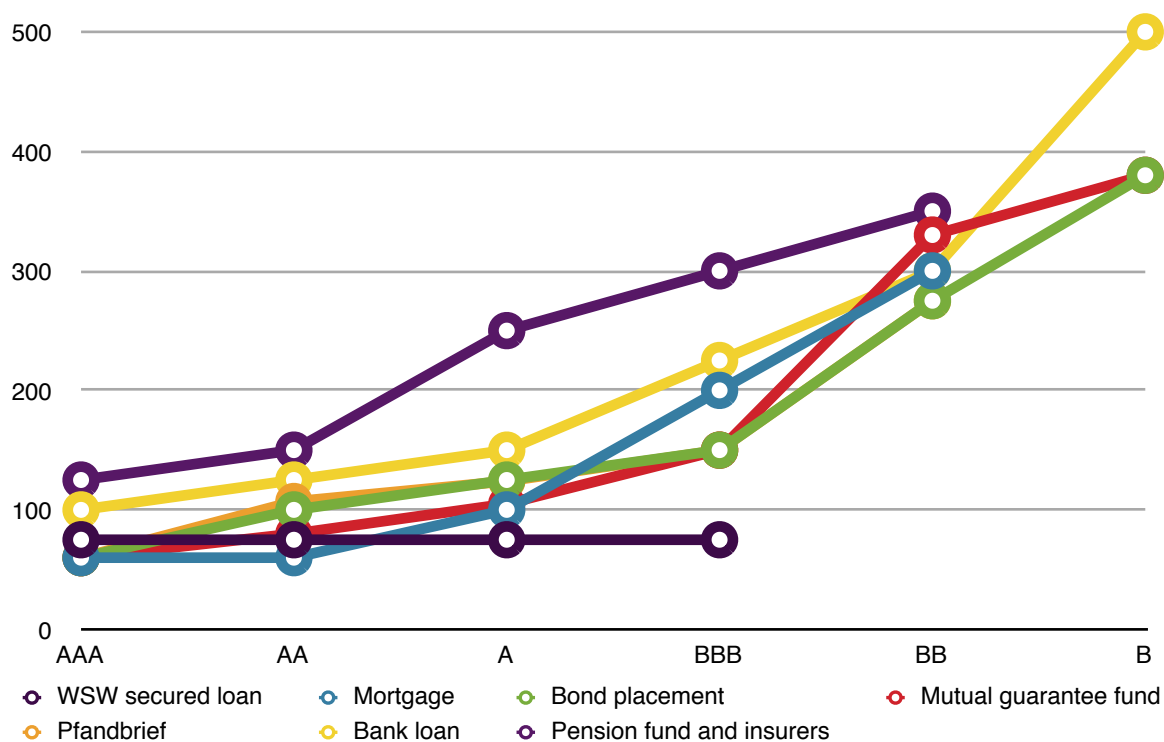


Figure 4: Spreads in base points per rating class

Analysis of the spreads (figure 4) shows that the WSW guaranteed loan is one of the cheapest funding alternatives for the housing associations as long as the LTV is less than 50% of the total WOZ value of their WSW accessible collateral. The main reason for the low spread is that the WSW gives a net interest maximum based on their rating, which is triple A.

When the LTV of a housing association is between 50% and 60%, the most attractive alternative is to make either a bond placement or finance the investment with a commercial mortgage or pfandbrief.

For financial stable housing associations with a leverage lower than 20% compared to their asset value and the credit rating double A or triple A, there are certain funding alternatives with a smaller spread on the IRS than the WSW guaranteed funding can offer. This provides the conservatively financed housing associations with mostly equity financing and a limited investment need to refinance for a lower spread and offer investors a limited risk profile with attractive return.

Most housing associations who will receive a single A or triple B rating based on their LTV can from an interest cost perspective and remain their current funding strategy. When they face significant investments and strive toward financial stability combined with investment possibilities, they might consider to accept higher financing costs on the short term through commercial refinancing their loans, but with attracting equity investors, the loan portfolio will decrease on the medium long term.

For debt funding the investment opportunities depend on the maximum LTV. WSW guaranteed loans fund until 50% loan to value, commercial mortgages and pension funds and insurers finance project with 60%

debt. Bonds are attractive for credit ratings of double B or higher; this can be compared with the commercial mortgage.

For a bank loan and the mutual guarantee fund the investment possibilities will decrease, these financiers focus on the cash flows of the housing associations and with the current ratios these cash flows do not offer enough collateral for additional funding. That also demands the establishment of a mutual guarantee fund an equity investment in the fund to offer the guarantees for the financiers.

Funding consideration

Before the housing association can choose for a particular funding mix they need to have insight in the necessary investments in the nearby future. Depending on the investments, the current financial situation of the housing association and the criteria to test the financial alternatives a funding mix can be composed to fit the housing associations needs on the medium term. Depending on the outcome of the medium term analysis the housing association can instigate a corporate strategy to adapt the organisation and meet the required quality standards.

The policy choices and the operational track influence the funding opportunities, but because of the required transition of the organisation, the current situation is essential. The current situation the financial and operational criteria and investment need influence each other and choices and considerations have to be made to determine the optimal funding mix (figure 5).

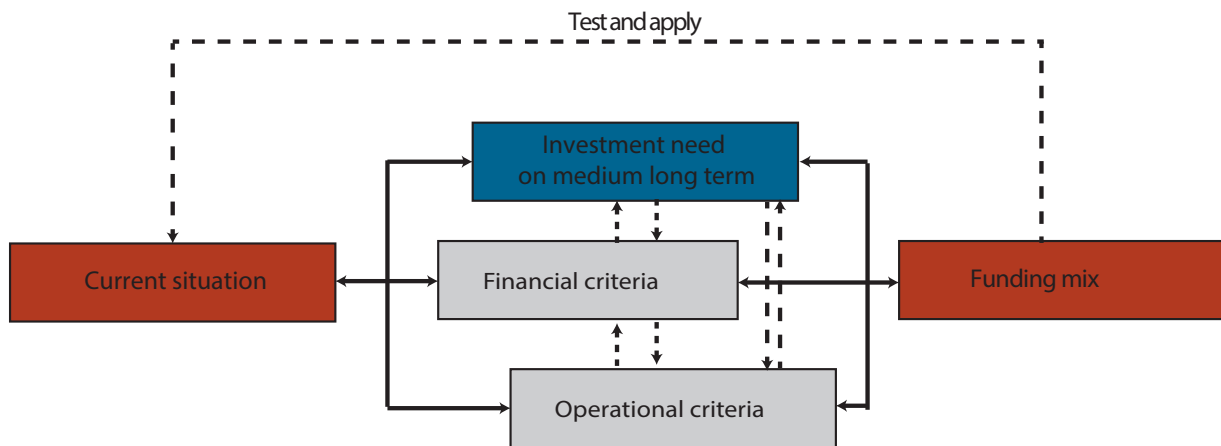


Figure 5: Consideration model funding mix


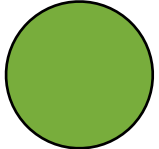
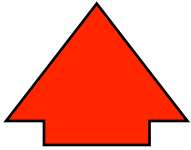

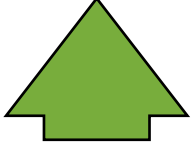


Depending on the consideration of the criteria and the investment needs the housing association must make a choice between the investment opportunity and control and between social and financial returns. The social return is in the core of the housing association and is what differentiates the housing association from a commercial investor.

To keep the investments in both the current portfolio and extensions going, without a rising LTV or expanding the sales program, the housing association needs to attract additional equity. The only way to do so is to attract investors who are willing to invest in the housing association for partial ownership and control. With the brought in equity the core business of the housing association, letting social rent, can be enhanced.

When the housing association wants to keep full control over the organisation, equity enhancements cannot be used and the housing association depends on debt funding, this means that they can either invest less or need to enlarge their sales program to keep the investments going.

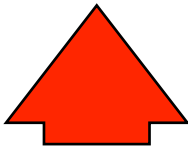
Operational consequences

After calculating the financial consequences and discussing the financial consequences of the choices made for the funding mix, the consequences are tested against the financial and operational criteria.

Financial criteria	
Return on debt 	<p>In 2020 the housing association with the WSW guaranteed funding has an average interest percentage of 3,92%. The housing association with the funding mix pays on average 3,54%. This is due to the conservative risk-return profile. Next to that the housing association with the funding mix has less debt and thus a decrease in payments.</p>
Total return 	<p>The WACC for both funding alternatives is 4,4% in 2020. The total funding costs do not differ whether it is equity or debt funding. The differences lie in the ratios and related percentages. In this model both alternatives are tested with a commercial return on equity.</p>
Return on equity 	<p>Commercial investors demand a market based return on their invested capital. This return will most likely be higher than the current ROE demanded by the housing association. The commercial return can make it harder to realize the social targets of the housing association. But due to the decreasing debt ratio, the free cash flow increases and thus the dividends can increase.</p>
Size of the market 	<p>The housing association with the diversified funding is less dependent on the WSW guaranteed loans and the sector-banks. The housing associations can independently access the financial markets and attract equity.</p>
Scalability 	<p>Since the housing association is no longer dependent on a single funding source the scalability of both debt en equity increases. Attracting additional equity can be realized over a time span of a few weeks, the same goes for attracting debt from the international financial markets.</p>
Solvability 	<p>The increase of equity in the company for either repayment of existing debt or additional investments will improve the balance sheet of the housing association with a higher percentage of equity financing. This will improve the solvability of the housing association.</p>
Structural costs 	<p>For most funding alternatives the asked structural deliverables will be more costly than is the case with WSW funding. For instance with a listing at the stock exchange the housing association needs to pay an annual fee to remain listed. Next to that the reporting and accounting costs will increase with a larger information demand from financiers.</p>

One-off costs

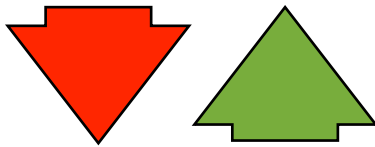
To reach the required organizational standards the housing association needs to invest in their business processes and external auditors, for example the rating agencies.



Operational criteria

Knowledge

Many of the housing associations, in particular the smaller ones do not have the expertise to attract financing on their own. These housing associations need to fund themselves via a mutual guarantee fund or merge with a larger housing association to attract equity investments. The larger housing associations already have a treasury department, but they can also benefit from the knowledge and commercial expertise of equity investors.



Control

When attracting equity, the board of the housing association will lose partial control of the company. The shareholders demand saying in the strategic decision-making. The commercial financiers will demand more information before they finance the housing association and the collateral requirements will be stricter.



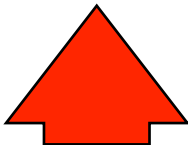
Supervision and legal

Currently the CFV and Dutch ministry of interior supervise the housing associations. When they obtain a listing, the shareholders and AFM will monitor the housing associations as well. This demands more reporting and transparency of the housing associations but offers a more diversified supervisory framework and adds to the prevention of excesses.



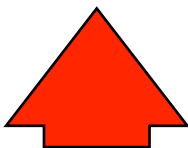
Transition

To reach the required organizational standards the housing association needs to invest time to work out the business plans and implement these in the organization. Building up a track record of the performance also takes time.



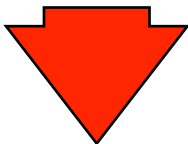
Risk for the social housing sector

Because the investors and commercial financiers are less dependent on the social housing sector and are commercially driven, there is a real change that the finances become prevalent in the running of the housing associations. This could form a risk for the associations, in the shareholders meeting certain social aspects should be covered to guarantee the social component.



Ability to provide affordable housing

When the shareholders prevail the commercial drive, the provision of social housing may be compromised. The availability should be guaranteed through the social component of the investment. Another option is that the housing association, as social investor distributes the dividends among the tenants to ensure the affordability.



Ability to invest

To keep the investments in both the current portfolio and extensions going, the housing association needs to attract additional equity. The only way to do so is to attract investors who are willing to invest in the housing association. When the equity is invested profitable, this enhances the financial stability of the housing association.



Management Samenvatting

Onderzoeksvoorstel

Problemanalyse

Woningcorporaties zijn sociale vastgoed investeerders die in woonruimte voorzien voor de lagere inkomensgroepen. De huidige financiële en economische crisis vraagt om een herpositionering van de corporaties in de Nederlandse sociaal-economische omgeving (van der Mast & Folkers, 2012). Het is de corporaties nog niet gelukt om een antwoord te formuleren op de huidige uitdagingen op het demografisch, sociaal-cultureel, klimatologisch, technisch, politiek en economisch vlak.

De financiële en economische crisis heeft grote invloed gehad op de wereld van de corporaties. De corporaties zijn bezig om zich aan de nieuwe normaal aan te passen. In het huidige bestel worden de corporaties gefinancierd met staatsgarantie via het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). De garantiestructuur geeft het WSW de hoogst mogelijke kredietwaardering van triple A, dit betekent een zeer laag risicoprofiel en dus een lage risico opslag (ten Cate, 1998; WSW, 2012d). Door de onzekerheden op de financiële markten neemt het aantal partijen dat WSW geborgde financiering aanbiedt af. Dit kan een prijsopdrijvend effect hebben.

Naast dat de toegang tot de kapitaalmarkt door de huidige ontwikkelingen hogere kosten met zich meebrengt, teren woningcorporaties ook in op hun eigen vermogen. Dit komt met name omdat de operationele kosten sneller stijgen dan de inkomsten (Gruis, 2011) en de mogelijkheden om het vermogen aan te vullen door projectontwikkeling of verkoop afnemen (Nieboer, 2009). Gecombineerd met de negatieve waardeontwikkeling van vastgoed (CBS, 2012d, 2012f) leidt dit tot vermogensverlies.

Door het afnemende resultaat en de waardedaling van het bezit ontstaat de noodzaak tot het verkennen van alternatieve financieringswijzen en het bepalen van de consequenties van deze alternatieven.

Onderzoeksopzet

Het doel van het onderzoek is in kaart te brengen en door middel van een financieel model te toetsen welke alternatieven woningcorporaties hebben om zich te financieren in de huidige omstandigheden. In de huidige context hebben corporaties te maken met veranderende wetgeving, schuivende politieke kaders en een veranderend eisenpakket vanuit de financiële markten.

Naast een inventarisatie van de kansrijke financieringswijzen en de toetsing van de toepasbaarheid van de kansrijke financieringswijzen voor dit onderzoek, wordt het model zo opgesteld dat het adaptief is en geschikt voor corporatiebestuurders en -medewerkers om inzicht te verkrijgen in de financiële mogelijkheden en de discussie over de te kiezen financieringsstrategie zowel op de agenda te krijgen als te faciliteren.

De centrale onderzoeksvraag luidt zodoende: *Wat zijn de rendementen, invloeden en consequenties voor toekomstige investeringen, van alternatieve financieringswijzen voor de Nederlandse woningcorporaties?*

Dit onderzoek levert nieuwe inzichten op met betrekking tot de continuïteit op financieel gebied, een van de pijlers om (financiële) ruimte te creëren voor de andere beleidsdoelstellingen zoals gedefinieerd in de wet. Er wordt verder gekeken dan de bestaande kaders, door de omvang en economische belangen van de sociale verhuursector in Nederland en de toenemende twijfel over de houdbaarheid van het huidige systeem voegt dit onderzoek broodnodige kennis toe.

De verwachte uitkomst van het onderzoek is dat meerdere financieringsvormen goedkoper kunnen zijn dan de huidige WSW financiering. De belangrijkste reden hiervoor is het aantal aanbieders in de markt. WSW geborgde financiering kent twee primaire spelers, dit oligopolie kan een prijsopdrijvend effect hebben. In de internationale markten worden door de interventies van de centrale banken steeds lagere rendementen de norm. Voordat corporaties echter toegang krijgen tot de markten zullen zij moeten investeren in de rapportage en interne organisatie.

Huidige financiële situatie

De corporaties worden anno 2013 onder druk van verschillende factoren geconfronteerd met een veranderd speelveld en moeten zich daaraan aanpassen.

De uitdagingen

Aan de hand van een DESTEP analyse zijn zes velden geïdentificeerd waar de corporaties uitdagingen voorzien. Dit zijn; demografisch, klimatologisch, technologisch, sociaal-cultureel, politiek en economisch (van der Mast & Folkers, 2012). Het gaat hier om investeringen in de contacten met bewoners, gerelateerde bedrijven in de bouw- en vastgoedsector en stakeholders, verduurzaming van het bezit en het legitimeren van het bestaan van de corporaties.

De politiek

De politiek bepaalt de kaders voor de woningcorporaties. Voor de verzelfstandiging van de corporaties tijdens de bruterig werd de bouwopgave van de corporaties door het rijk bepaald en gefinancierd. Na de privatisering van de corporaties werd het toezicht van het rijk ingericht door middel van verantwoording achteraf, dit gaf de corporaties meer beleidsvrijheid.

Het verdienvermogen van woningcorporaties, de huurinkomsten, wordt ook bepaald door de overheid door middel van het woningwaarderingstelsel (WWS). Dit stelsel bepaalt de maximum huurprijs op basis van de woningkwaliteit. De maximale huur wordt elk jaar opnieuw vastgesteld door de overheid (Rijksoverheid, 2012b). Ook de maximale huurindexatie die gevraagd mag worden wordt door de overheid gedefinieerd.

Om in aanmerking te komen voor de staatssteun die corporaties krijgen door middel van de geborgde leningen via het WSW en sociale grondprijzen is door de Europese Commissie bepaald dat de corporaties aan een aantal sociale criteria moeten voldoen. Door de huidige regering is dit uitgewerkt in een administratieve splitsing tussen sociaal en commercieel bezit en een toewijzingsverantwoording voor het sociale bezit.

De regering biedt daarnaast ook corporaties de mogelijkheid om de huren in 2013 te verhogen afhankelijk van het inkomen van de huurders. De opbrengst van deze extra verhoging wordt echter afgeroomd door de verhuurderheffing.

Het huidige financiële systeem

Voor de regulering en financiering van de woningcorporaties wordt de sector overzien door twee instituten, het CFV en het WSW. De garanties van de woningcorporaties zijn in drie lagen gestructureerd. De eerste laag is het verdienvermogen van de corporaties en het principe van solidariteit; als gevolg hiervan dragen alle corporaties bij mocht een corporatie in financieel zwaar weer terecht komen. De tweede laag van het garantie- en financieringssysteem van de woningcorporaties is het WSW. Het WSW staat garant voor de leningen die aan de woningcorporaties verstrekt worden (WSW, 2012f). Het WSW staat garant voor € 87 miljard aan leningen met een totale onderpandwaarde van € 350 miljard. Deze garantstelling wordt weer definitief gegarandeerd door de Nederlandse lokale en landelijke overheden, dit is de derde zekerheidslaag.

Het afnemende eigen vermogen

Door de neergang van de Nederlandse woningmarkt is de mogelijkheid voor corporaties om delen van het bezit te verkopen afgenomen. De strategie van veel woningcorporaties was om het inkomen uit verkoop van bezit of voor verkoop ontwikkelde woningen te gebruiken om zowel de (WSW-)leningen af te betalen als de investeringen in sociaal deels te financieren.

Daarnaast zijn de jaarlijkse onderhouds- en operationele kosten van een corporatie hoger dan de gemiddelde onderhouds- en operationele kosten die een commerciële belegger (Gruis, 2011). Door deze toename is het verdienvermogen uit de exploitatie van het bezit afgenomen, hierdoor draagt het resultaat ook minder bij aan het eigen vermogen.

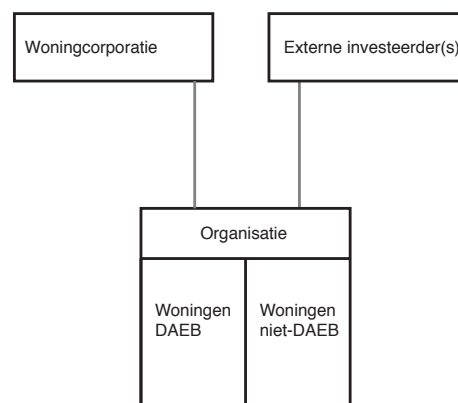
De financiële markten

Momenteel zijn de woningcorporaties voor hun financiering afhankelijk van de WSW geborgde kredieten. Deze worden bijna geheel verstrekt door de twee Nederlandse sectorbanken.

Het bestel

De corporaties en het bestel waarbinnen ze opereren zijn sinds de bruterig niet veranderd. De corporaties zijn toegelaten instellingen met beleidsdoelen zoals gedefinieerd in de wet, financiering via het WSW, financieel toezicht door het CFV en beleidsmatig toezicht door het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (BZK).

Een reële mogelijkheid om meer financiële ruimte te creëren is de implementatie van een privaat bestel (figuur 6). Hierbij zal de corporatie transformeren naar een vastgoedfonds en aandelen uitgeven. Het voordeel van deze systeemverandering is dat het vastgoed commercieel wordt beheerd en het vermogen van de huidige corporaties vrijkomt uit het vastgoed en rendabel ingezet kan worden voor de sociale doeleinden. De stichting heeft dan als aandeelhouder een deel van het vermogen in vastgoed zitten en een dergelijk gewicht in de schaal dat het sociale doel niet uit het oog verloren raakt.



Figuur 6: privaat bestel (Hereijgers, 2012)

Internationale financiële markten

Alle bedrijven die zich via de kapitaalmarkt willen financieren worden door de financier beoordeeld op basis van de kredietwaardigheid. Om zelfstandig geld op te halen is een kredietrating een internationaal bekende methode. Om hiervoor in aanmerking te komen zal de corporatie moeten investeren in de organisatie om deze aan de criteria te laten voldoen. Voor het aantrekken van eigen vermogen zal een corporatie een rendement-risico profiel moeten bieden dat internationaal vergelijkbaar is voor investeerders.

Beoordelingscriteria

De beoordeling van de financieringswijzen gaat door de verstrekkende invloed op het bereiken van de sociale doelen op meer vlakken dan alleen op rendement. Naast de financiële criteria, die zich toespitsen op de omvang, rendementen en kosten, wordt ook gekeken naar de gevolgen die een financieringswijze heeft op de bedrijfsvoering (tabel 5).

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving
Diepte van de markt	Transitie periode
Schaalbaarheid	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Tabel 5: Financiële en bedrijfsmatige beoordelingscriteria

De alternatieve financieringswijzen

De mogelijke alternatieven zijn te verdelen op basis van het financieringstype zijnde eigen- of vreemd vermogen (tabel 6).

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
Genoteerd woningfonds;	Geborgde WSW Lening;
Beursgang van een corporatie;	Rijkslening;
Niet genoteerd woningfonds;	Hypothecaire financiering;
Pensioenfondsen;	Banklening;
Verzekeraar;	Obligatie uitgifte;
Private equity fondsen;	Mezzanine;
Familie huizen;	Social Impact bond;
Vastgoed CV.	Pfandbrief;

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
	Pensioenfonds & verzekeraar; Onderlinge waarborgmaatschappij; Sale and lease back; Familie huizen.

Tabel 6: Mogelijke alternatieve financieringswijzen

Een aantal financieringswijzen is op basis van een veto aan de hand van de beoordelingscriteria afgefallen. De afgefallen financieringswijzen bestaan uit zowel eigen- als vreemd vermogen financiering. De beursgang van een corporatie valt af omdat de omvang van de meeste corporaties onvoldoende is om een beursgang te realiseren, ook de schaalbaarheid bij individuele beursgangen is te beperkt. Een investering door een verzekeraar valt af omdat de verzekeraar onder het regime van Solvency II een reserve aan moet houden die niet dekkend te maken is met het rendement wat een corporatie kan realiseren.

Een private equity fonds valt af omdat de rendementseis op het eigen vermogen van een private equity partij niet te rijmen valt met de sociale insteek van een corporatie. Familie huizen en vastgoed CV's vallen af vanwege respectievelijk de diepte van de markt en schaalbaarheid ofwel de diepte van de markt in combinatie met de regelgeving. De rijkslening valt af wegens politieke redenen. Mezzanine financiering valt af vanwege het hoge vereiste rendement op vreemd vermogen en het risico voor het volkshuisvestelijk vermogen dat bij de zekerheden van mezzanine financiering hoort. Het gebruik van social impact bonds valt af vanwege het gebrek aan kennis met betrekking tot deze financieringswijze.

Het vrijmaken van vermogen door middel van een sale en lease back constructie valt af omdat het winstpotentieel bij de lessor komt te liggen terwijl de exploitatierisico's bij de corporatie blijven en familie huizen vallen ook bij het verstekken van vreemd vermogen af op basis van de diepte van de markt en de schaalbaarheid. De andere financieringswijzen (tabel 7) zullen modelmatig getoetst worden.

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
Genoteerd woningfonds; Niet genoteerd woningfonds; Pensioenfondsen.	Geborgde WSW Lening; Hypothecaire financiering; Banklening; Obligatie uitgifte; Pfandbrief; Pensioenfonds & verzekeraar; Onderlinge waarborgmaatschappij.

Tabel 7: Reële financieringswijzen.

De structuur en het financieel kader

De geabstraheerde rating die binnen dit onderzoek voor woningcorporaties wordt gehanteerd is vastgesteld op basis van de LTV ratio bij marktwaarde verhuurde staat. Door middel van literatuur onderzoek zijn de opslagen bovenop de IRS per ratingklasse vastgesteld. Deze zijn vervolgens bevestigd door experts uit het werkveld. De lege cellen geven aan dat op basis van de rating geen vreemd vermogen aangetrokken kan worden met die financieringswijze (tabel 8).

2013		Banklening	Geborgde WSW lening	Hypothecaire financiering	Obligatie uitgifte	Onderlinge waarborgmaatschappij	Pensioenfondsen verzekeraar	Pfandbrief
	AAA	100	75	60	60	60	125	60
	AA	125	75	60	100	80	150	107
	A	150	75	100	125	105	250	124
	BBB	225	75	200	150	150	300	150

	BB	300		300	275	330	350	275
	B	500			380	380		
	CCC	1.200			1.200	1.200		
	CC	1.500			1.500	1.500		
	C	2.000			2.000	2.000		
	D	4.000			4.000	4.000		

Tabel 8: Opslagen per financieringswijze

De kwantitatieve gevolgen

Aan de hand van de resultatenrekening van de corporatie kan een curve voor de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) worden opgesteld. Aan de hand van de op het capital asset pricing model (CAPM) gebaseerde rendementen op eigen vermogen, kosten van vreemd vermogen de belastingdruk, en de waarden van zowel het eigen- als vreemd vermogen wordt de kapitaalstructuur met de hoogste totaalwaarde bepaald.

Theorie

Op basis van de implementatie van het wanbetalingsrisico in de WACC kan deze geschikt gemaakt worden voor de berekening van het kredietrisico (formule 2). Dit gebeurt door middel van het extrapoleren van de schuldpositie naar een kredietwaardering, de daarbij behorende risico opslag en daaruit volgend de kosten van het vreemd vermogen.

$$WACC = \frac{EV}{EV + VV} * REV + \frac{VV}{EV + VV} * (\text{rente gewogen totaal} * (1 - \text{vennootschapsbelasting}))$$

Formule 2: Bepalen WACC (Cohen, 2003)

Hier is EV het eigen vermogen in de onderneming, VV is het totaal vreemd vermogen. REV is het rendement op het eigen vermogen. Hiermee is de gewogen eigen vermogenskostenvoet bepaald. De gewogen vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen wordt bepaald door de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen te nemen. Dit wordt vermenigvuldigt met de rente en gecorrigeerd voor het belastingvoordeel. Door deze propositie te corrigeren voor de tijd kunnen transities en de herfinancieringsopgave mee worden genomen in het model.

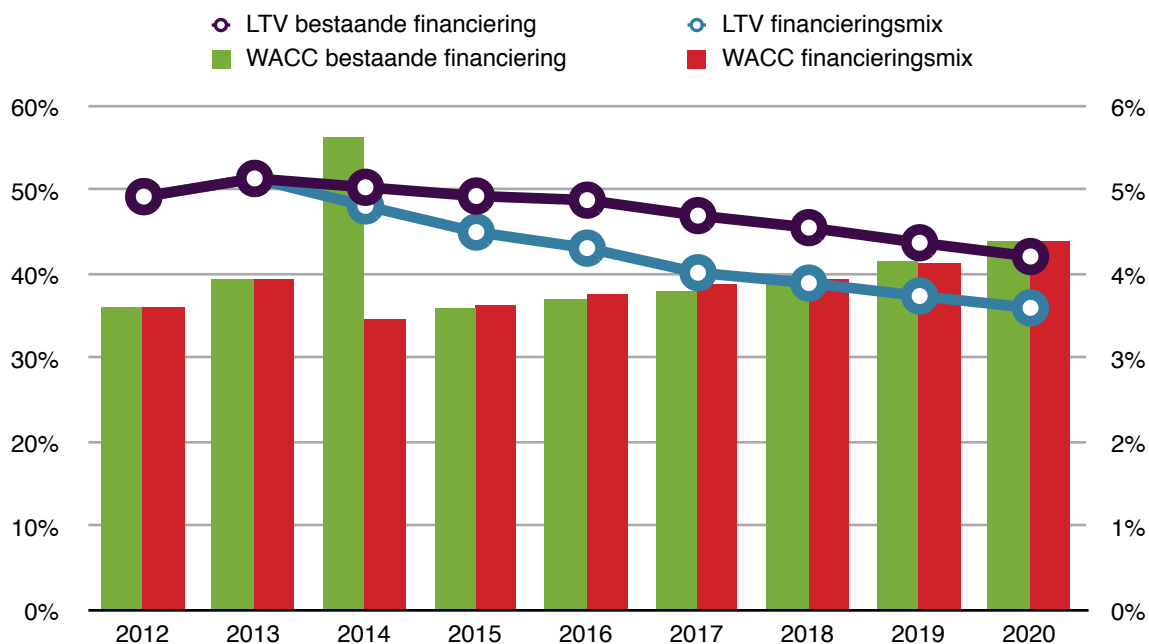
EXCEL MODEL

De optimale verhouding tussen eigen- en vreemd vermogen wordt bepaald door de laagste WACC. De basis van het financieel model zijn de balans van het vorige boekjaar, de winst- en verliesrekening en de huidige leningportefeuille. Aan de hand van de rating behorende bij de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen worden de opslagen ten opzichte van de risicovrije rentevoet bepaald (Bijlage 1). Deze opslagen zijn afgeleid van de obligatieopslagen in de Thomson Reuters database (2013), literatuur onderzoek naar de alternatieve financieringswijzen en de herfinancieringsopgave.

Financieringsmix

In het excel model wordt de herfinanciering die leidt tot de optimale kapitaalstructuur gebaseerd op de herfinanciering van de bestaande leningportefeuille. Omdat de financiering van de corporatie (circa 18.000 woningen) in 2013 een gewogen looptijd heeft van 13 jaar wordt in de loop van 2013 t/m 2020 voor totaal € 380 miljoen geherfinancierd, dit is 42% van de totale leningportefeuille van € 890 miljoen.

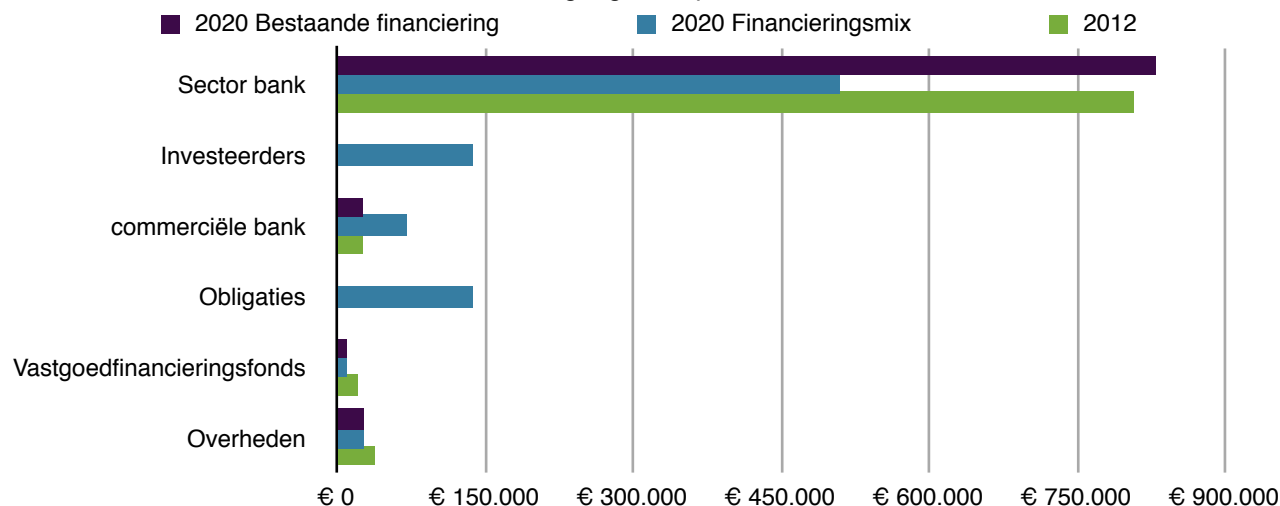
In de financieringsmix die is opgesteld voor de woningcorporatie wordt ongeveer € 140 miljoen opgehaald bij investeerders. Op deze manier neemt de LTV in 2020 af tot 36% (figuur 7). Hiermee creëert de woningcorporatie voor € 290 miljoen aan investeringsruimte, de corporatie kan € 290 miljoen aan vreemd vermogen ophalen tot de LTV boven de 50% oploopt en de corporatie niet langer beschikking heeft over alle financieringsbronnen. In de situatie waarin de corporatie geen eigen vermogen versterkende maatregelen treft kan er in 2020 tot € 170 miljoen geïnvesteerd worden op basis van vreemd vermogen. De investeringsruimte neemt dus toe bij een financieringsmix.



Figuur 7: LTV en WACC bij huidige financieringswijze en financieringsmix

De corporatie waar de financiering uit verschillende bronnen betrokken wordt, heeft in 2020 een gevarieerde financiering. In plaats van een toename van het marktaandeel van de sectorbanken in de financiering heeft de corporatie een afname van de blootstelling van deze banken van € 300 miljoen gerealiseerd. Dit is vervangen door investeerders maar ook commerciële financiering van € 70 miljoen via banken en is er € 140 miljoen direct opgehaald op de kapitaalmarkt door middel van obligaties (figuur 8).

Hierdoor neemt de afhankelijkheid van de huidige financieringsbron af en heeft deze corporatie ook in tijden waarin de sectorbanken minder financieren toegang tot kapitaal.



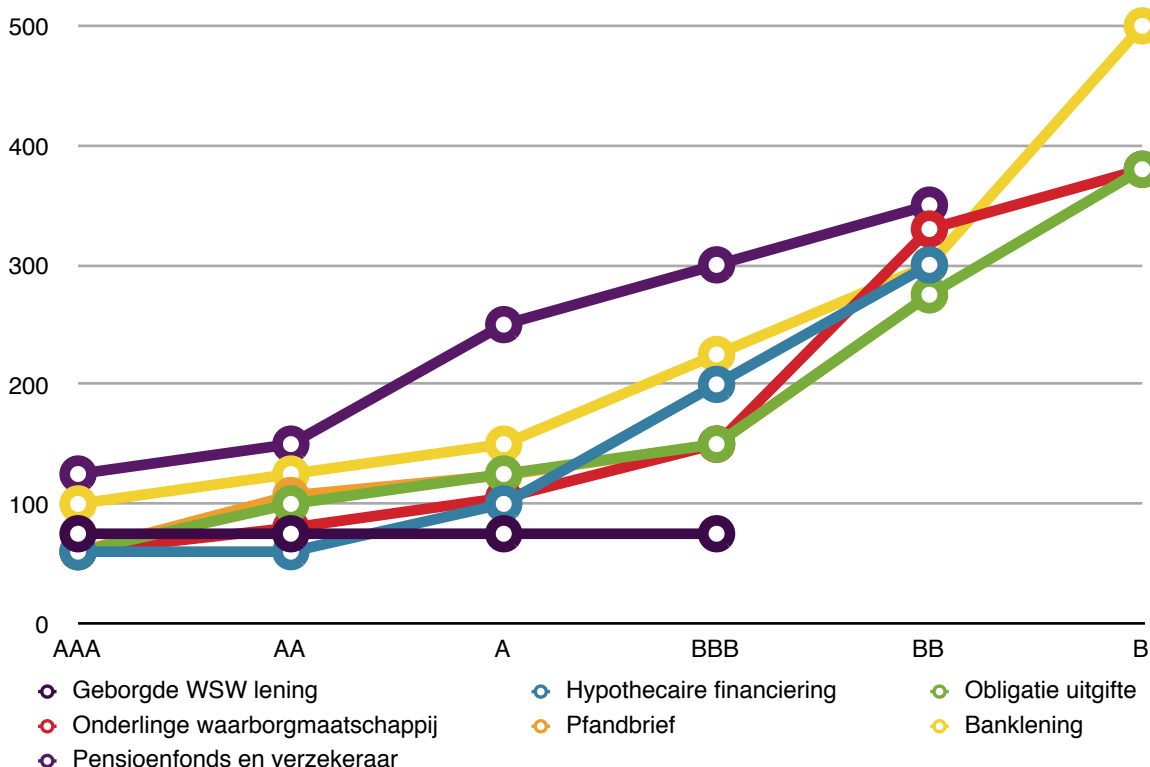
Figuur 8: Financieringsmix (x 1.000)

Criteria

Afhankelijk van de gewenste financieringswijze, moet de corporatie een bepaalde transitie doormaken om in aanmerking te komen voor de financiering. In alle gevallen anders dan WSW geborgde financiering moet de corporatie zorgen voor een gedegen onderbouwing van de financieringsnoodzaak op project of corporatieniveau. Daarnaast moeten ook de revenuen die het op zal leveren bekend zijn. De waarde van het onderpand en de kasstromen die gegenereerd worden door of de corporatie als geheel of het gefinancierde vastgoed vormen de zekerheden voor de financier.

Als laatste zal de corporatie afhankelijk van de financieringswijze ook de wijze van rapporteren aan moeten passen aan de gestelde eisen. Er moet verplicht volgens de IFRS regelgeving gerapporteerd worden en moet er op een halfjaarlijkse of kwartaalbasis gerapporteerd worden.

Voordat de corporatie de organisatie zo heeft ingericht dat ze zelfstandig de kapitaalmarkt op kan of investeerders aan kan trekken zullen 1 tot 3 jaar voorbij gaan. Tot die tijd zal de corporatie of onder begeleiding van externe partijen met ervaring op dit vlak financiering aan moeten trekken uit andere bronnen, of zal de corporatie zich via het WSW en de Nederlandse banken moeten blijven financieren.



Figuur 9: Opslagen in basispunten per ratingcategorie

Uit de analyse van de opslagen (figuur 9) blijkt dat WSW geborgde financiering door de staatsachtervang toch zeer goedkope financiering is. Met name omdat de financiering niet duurder wordt voor de leningnemer, mits de LTV op WOZ-waarde lager blijft dan 50%. Met een LTV tussen de 50 en 60 procent is het financieel aantrekkelijk om of een obligatie uitgifte te doen of het project te financieren door middel van een hypotheek of pfandbrief.

Bij financieel zeer stabiele corporaties met een leverage lager dan 20% ten opzichte van de marktwaarde van de activa en de rating AA of hoger nemen externe financiers genoeg met een opslag op de IRS die lager is dan de opslag die het WSW stelt. Daarom kunnen corporaties die veel eigen vermogen hebben en weinig investeren op de middellange termijn na het afbouwen van de LTV een goed rendement bieden en door zich dan extern te financieren zeer rendabel investeren.

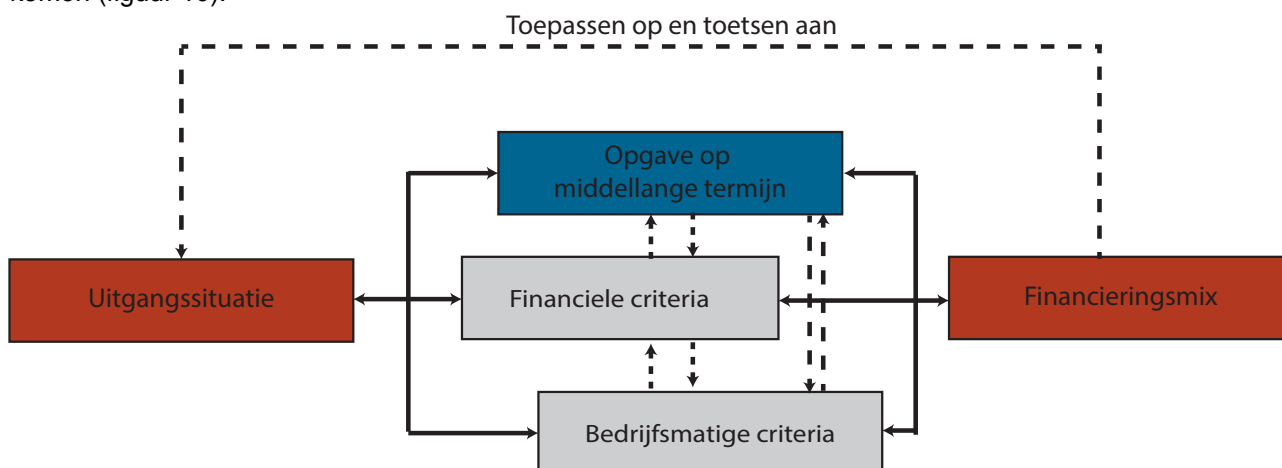
Voor de meeste corporaties die op basis van de LTV een BBB of A rating zullen ontvangen is het op korte termijn goedkoper om zich via het WSW te financieren, de opslagen zijn daar immers het laagst. Voor de financiële stabiliteit op de middellange termijn biedt het echter perspectieven om op korte termijn te accepteren dat de relatieve rentelasten op kunnen lopen. Door over te stappen naar commerciële financiering. Door het gelijktijdig aantrekken van eigen vermogen zal de leverage en het risicoprofiel afnemen omdat het eigen vermogen kan worden ingezet om het vreemd vermogen af te lossen.

De ruimte voor investeringen bij het aantrekken van vreemd vermogen is afhankelijk van de maximale LTV van de financiering. Het WSW financiert tot 50%. Bij commerciële hypotheek en de schuldfondsen van pensioenfondsen en verzekeraars is ruimte tot een LTV van 60%. Voor een obligatie uitgifte is een rating van BB of hoger noodzakelijk, dat komt overeen met een LTV niet hoger dan deze bij een hypotheek zou zijn. Bij de banklening en de onderlinge waarborg zal de investeringsruimte eerder afnemen omdat de banklening gebaseerd is op de financiële situatie van de woningcorporatie. Gezien de kasstromen van corporaties niet veel ruimte laten voor additionele aflossing zal een banklening niet ingezet kunnen worden om additioneel te investeren. Bij een onderlinge waarborg zal de LTV van de participerende partijen moeten afnemen om door middel van de garantstelling te profiteren van de lagere opslagen die gerekend worden. Ook zal de waarborgmaatschappij eigen vermogen moeten hebben. Dit zullen de participerende partijen in moeten brengen.

Afweging

De corporatie zal dus voor ze een financieringsmix samenstelt eerst verder moeten kijken naar de opgave die op de middellange termijn verwacht wordt. Afhankelijk van de opdracht, de huidige situatie van de corporatie, de financiële ruimte die voorhanden is en de eerder geformuleerde beoordelingscriteria per financieringswijze kan dan een financieringsmix worden samengesteld die aansluit bij de situatie van deze specifieke corporatie.

Beleidskeuzes die gemaakt worden beïnvloeden ook de financieringsmogelijkheden, maar vanwege de transitie periode die daarvoor mogelijk is, is ook hier de uitgangspositie van een wezenlijk belang. De uitgangspositie, financiële en beleidsmatige criteria en de investeringsopgave op middellange termijn beïnvloeden elkaar en hier moeten keuzes en afwegingen gemaakt worden om tot een financieringsmix te komen (figuur 10).



Figuur 10: Afwegingsmodel financieringsmix



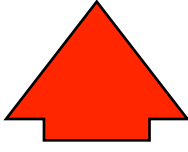



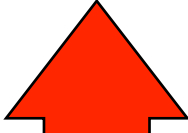
Afhankelijk van de afweging van de criteria en investeringsopgave moet de corporatie een keuze maken tussen investeringsruimte en zeggenschap en tussen sociale en financiële rendementen. De afweging tussen een sociaal rendement en het economisch rendement raakt aan de kern van corporatie en is wat de corporatie onderscheidt van een commerciële belegger.

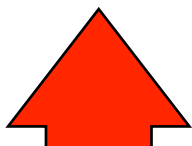
Om te investeren zonder dat de LTV toeneemt of het bezit te verkleinen, zal de corporatie additioneel, liquide eigen vermogen aan moeten trekken. Dit kan alleen maar door investeerders te vinden die in ruil voor zeggenschap over hun belegging en een reëel rendement op hun investering bereid zijn te investeren in de corporatie. Met de opgehaalde bedragen kan vervolgens de core business van de corporatie, het aanbieden van huurwoningen versterkt worden.

Hier moet de corporatie dus een afweging maken tussen de mogelijkheid om te investeren zonder dat de financiële positie of het bezit afneemt door het ophalen van eigen vermogen. Of de corporatie kiest ervoor om volledige zeggenschap over de strategie, met de mogelijkheid om tegen een zeer lage rendementseis huurwoningen beschikbaar te stellen in het sociale segment.

Consequenties voor de bedrijfsvoering

Na doorrekening van de financiële consequenties en het bespreken van de financiële gevolgen van de keuzen die gemaakt worden in de financieringsmix, worden deze hier getoetst aan de eerder geformuleerde financiële en bedrijfsmatige criteria.

Financiële criteria	
Rendement op vreemd vermogen 	<p>In 2020 heeft de corporatie met financiering via het WSW een gemiddeld rentepercentage van 3,92%, de corporatie met de financieringsmix heeft zich dan tegen gemiddeld 3,54% gefinancierd. dit komt door het lage rendement op eigen vermogen wat samenhangt met het risico.</p> <p>Daarnaast heeft de corporatie met de financieringsmix ook minder schuld uitstaan dus nemen de rentebetalingen af.</p>
Totaal rendement op vermogen 	<p>De gewogen kapitaalkostenvoet is bij voor beide financieringswijzen in 2020 4,4%. De totale kosten van de financieringsvorm, door middel van het ophalen van eigen of vreemd vermogen verschilt niet. het verschil in de financieringsvorm komt meer tot uiting in de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en de bijbehorende percentages.</p> <p>In het model is geen rekening gehouden met de sociale rendementsdoelen van de corporatie, er is gerekend met een commercieel rendement op eigen vermogen.</p>
Rendement op eigen vermogen 	<p>Het rendement op eigen vermogen moet omhoog ongeacht de financieringsstrategie. De corporaties realiseren al enkele jaren een negatief rendement op eigen vermogen, dit is geen houdbare situatie omdat dit op de lange termijn de ondergang van de sector zal inhouden.</p>
Diepte van de markt 	<p>Door het aantrekken van financiering uit meerdere grote liquide markten en het verbreden van de financieringsmix waarborgt de corporatie toegang tot de financiële markten en is de corporatie niet langer alleen afhankelijk van het WSW en de beide sectorbanken.</p>
Schaalbaarheid 	<p>Ook hier speelt mee dat de corporatie niet langer afhankelijk is van een financieringsbron. Hierdoor kan door middel van meerdere trajecten financiering worden aangetrokken. Het ophalen van eigen vermogen met een notering vergt enkele weken, hetzelfde geldt voor het ophalen van vreemd vermogen op de liquide wereldwijde markten. Hierdoor kan de corporatie sneller schakelen en inspelen op actuele kansen en behoeften.</p>
Solvabiliteit 	<p>Door het aantrekken van eigen vermogen om daarmee de schuldpositie te verkleinen zal de solvabiliteit toenemen. Hierdoor zal de stabiliteit van de corporatie toenemen wat door zal werken in de rentelasten van of herfinancieringen of nieuwe leningen ten behoeve van investeringen.</p>
Structurele kosten 	<p>Voor de meeste commerciële financieringswijzen wordt meer gevraagd van de corporatie dan onder de WSW borging noodzakelijk is. Zo zal de woningcorporatie voor een beursnotering of het onderhouden van de rating moeten betalen. Ook de rapportage en accountancy kosten kunne toenemen bij een hogere informatie vraag vanuit de financiers.</p>

Eenmalige kosten

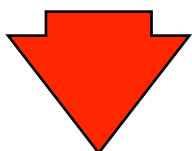
Om de corporatie op het vereiste niveau te brengen waarmee toegang tot de financiële markten wordt verworven, moeten de organisatie, management en rapportage naar een hoger niveau gebracht worden. Deze aanloop kosten kunnen afhankelijk van de financiering die aangetrokken wordt snel terug worden verdiend door de lagere rentelasten. Het is echter een investering die in de onderneming wordt gedaan.

Bedrijfsmatige criteria

Kennis

Bij veel corporaties, met name de kleinere, corporaties is onvoldoende expertise aanwezig om zelfstandig financiering op te halen. Deze corporaties zullen of door middel van een onderlinge waarborgmaatschappij financiering ophalen of fuseren tot een woningfonds om in aanmerking te komen voor een notering of investering door een institutionele partij.

De grotere corporaties die vaak al een treasury afdeling hebben zijn deels zelf in staat om financiering aan te trekken, maar ook zij kunnen profiteren van de inhoudelijke en commerciële kennis die door middel van additionele aandeelhouders binnen de organisatie ingezet kan worden.

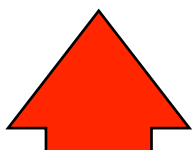
Zeggenschap

De zeggenschap van het corporatiebestuur zal afnemen bij het inzetten van de financieringsmix. Aandeelhouders zullen inspraak eisen bij strategievorming en benoemingen. Ook financiers zullen meer informatie opvragen voordat er financiering beschikbaar gesteld zal worden en ook de onderpandstructuren zullen stringenter zijn dan nu het geval is.

Toezicht en wetgeving

Staan de corporaties nu onder toezicht van het CFV en het ministerie van Binnenlandse Zaken, bij een beursnotering zal daar de AFM als officieel toezichthouder bijkomen. De aandeelhouders zullen ook meer aandacht aan de financiën en de bedrijfsvoering besteden dan corporaties nu gewend zijn. Ook de financiers zullen meer informatie opvragen.

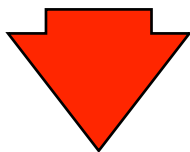
Dit zal meer vragen van de organisatie, maar biedt wel een gevarieerder toezichtkader en zal ook bijdragen aan het voorkomen of beperken van excessen.

Transitie periode

Om de organisatie op orde te brengen zal niet alleen een investering vereist zijn maar is ook de tijd nodig om de businesscase uit te werken en een trackrecord op te bouwen.

Risico volkshuisvestelijk vermogen

Omdat de investeerders en externe financiers minder afhankelijk zijn van de sociale sector en meer financieel gedreven zijn is er een reële kans dat zij de financiële belangen boven de sociale doelstellingen zullen plaatsen. Door in de aandeelhoudersvergaderingen mandaten vast te leggen en door middel van contracten de sociale doelen te waarborgen, kan dit voorkomen worden.

**Mogelijkheid tot huisvesten
doelgroep**

Als de aandeelhouders de financiële belangen laten prevaleren boven de sociale doelen kan het voorzien van huisvesting in het sociale segment in het geding komen. Hier zullen dezelfde waarborgen moeten worden getroffen als beschreven bij het vorige punt. Ook hier zijn er mogelijkheden waarbij de corporatie uit de dividenden huurkortingen kan verschaffen aan zittende huurders in het sociale segment.

**Ruimte voor toekomstige
investeringen**

Door het aantrekken van additioneel en liquide eigen vermogen kan de corporatie verder investeren zonder dat de solvabiliteit en kasstromen afnemen. Mits het eigen vermogen rendabel wordt gealloceerd, vergroot dit de slagkracht van de corporatie aanzienlijk en biedt het daarnaast ook mogelijkheden om in een neergaande markt actief te blijven.

Index

Leeswijzer	30
1. Onderzoeksvoorstel	31
1.1. Probleemanalyse	31
1.2. Onderzoeksdoel	32
1.3. Relevantie	33
1.4. Onderzoeksvraag	34
1.5. Verwachte uitkomsten	35
1.6. Onderzoeksmethode	36
2. Huidige uitdagingen	38
2.1. Uitdagingen in de sector	38
2.2. Politieke invloeden	39
3. Het huidige financiële systeem	43
3.1. Zekerheidsstelsel	43
3.2. Risico opslag	44
3.3. Financiers	45
4. Afnemend eigen vermogen	46
4.1. Verkoop van de voorraad	46
4.2. Projectontwikkeling	46
4.3. Eigen vermogensontwikkeling	47
5. Inrichting van het bestel	48
5.1. Publiek bestel	48
5.2. Privaat bestel	49
5.3. Gecombineerd bestel	49
6. Financiële markten	50
6.1. Financiering	50
6.2. Rendementen	50
6.3. Internationale vergelijking	51
6.4. Kredietwaardering	51
7. Financiële en bedrijfsmatige beoordelingscriteria	54
7.1. Rendement op vreemd vermogen	54
7.2. Totaal rendement op vermogen	54
7.3. Rendement op eigen vermogen	55
7.4. Diepte van de markt	55
7.5. Schaalbaarheid	55
7.6. Solvabiliteit	55
7.7. Structurele kosten	55
7.8. Eenmalige kosten	55
7.9. Kennis	55
7.10. Zeggenschap	55
7.11. Toezicht en wetgeving	56
7.12. Transitie periode	56
7.13. Risico volkshuisvestelijk vermogen	56

7.14.	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	56
7.15.	Ruimte voor toekomstige investeringen	56
8.	Mogelijke financieringswijzen	57
8.1.	Eigen vermogen	58
8.2.	Vreemd vermogen	62
9.	Reële financieringswijzen	70
9.1.	Genoteerd woningfonds	70
9.2.	Niet genoteerd woningfonds	73
9.3.	Pensioenfondsen	74
9.4.	Geborgde WSW lening	75
9.5.	Hypothecaire financiering	77
9.6.	Banklening	79
9.7.	Obligatie uitgifte	80
9.8.	Pfandbrief	82
9.9.	Onderlinge waarborgmaatschappij	83
9.10.	Pensioenfondsen en verzekeraar	84
9.11.	Validatie reële financieringswijzen	85
9.12.	Conclusie opslagen	87
10.	Uitwerking financieel model	88
10.1.	Theorie	88
10.2.	Input financieel model	89
10.3.	WACC per jaar	92
10.4.	Modelvalidatie	93
10.5.	Uitwerking modelstappen	93
11.	Conclusies theoretisch onderzoek	98
11.1.	De huidige situatie van de corporatiesector	98
11.2.	Het institutioneel kader	99
11.3.	De alternatieve financieringswijzen	100
11.4.	De kwantitatieve gevolgen	102
12.	Afwegingen financieringsmix	103
12.1.	De huidige financieringswijze	103
12.2.	Afwegingscriteria	104
12.3.	Transitie van de organisatie	104
12.4.	Zeggenschap en investeringsruimte	107
12.5.	Financieringsmix	108
13.	Consequenties voor de bedrijfsvoering	111
14.	Reflectie & aanbevelingen	114
14.1.	Proces	114
14.2.	Relevantie	115
14.3.	Aanbevelingen verder onderzoek	115
15.	Bibliografie	117

Leeswijzer

Het rapport bestaat primair uit zes delen. Het eerste deel omvat het onderzoeksvoorstel en het tweede deel het theoretisch kader dat de basis vormt voor uitwerking in het verdere onderzoek. Het derde deel is de eerste onderzoeksstap, de selectie van de criteria. Deze convergerende fase wordt gevolgd door een diepgaande uitwerking van de kansrijk bevonden methoden. Als laatste stap in het onderzoek wordt de werking van het model toegelicht. Het rapport sluit af met de conclusies en aanbevelingen.

Het onderzoeksvoorstel omvat een bondige probleemanalyse en relevantie van het onderwerp gevolgd door de onderzoeksvraag en verwachte uitkomsten. Als laatste onderdeel wordt hier de methodologie uitgewerkt.

Het tweede deel van het rapport omvat het theoretisch kader. Dit deel van het rapport is convergerend opgebouwd. Eerst omschrijft het de algemene uitdagingen waar corporaties mee geconfronteerd worden. Vervolgens spitst het zich toe op de financiële uitdagingen waar corporaties mee te maken krijgen; eerst de politieke invloeden en vervolgens een omschrijving van het huidige financiële systeem en de ontwikkeling van het eigen vermogen van de corporatiesector.

Het derde deel is de eerste en de kader stellende stap van het onderzoek; de inventarisatie van de financieringswijzen en een eerste selectie op toepasbaarheid binnen de corporatiesector. Eerst wordt er een brede selectie van financieringswijzen gepresenteerd, deze worden vervolgens beschreven en door middel van veto-criteria volgt aan het einde van dit deel de eerste selectie van reële financieringswijzen terwijl de technisch ongeschikten afvallen.

De diepgaande vierde fase gaat verder in op de alternatieve financieringswijzen die na de eerste selectie kansrijk zijn bevonden. Deze alternatieven worden structureel en financieel verder toegelicht. Hieruit volgen conclusies die input voor het model vormen. Deze zijn getoetst door een expertpanel, ook dit wordt beschreven.

Het vijfde deel van het rapport omvat een beschrijving van de theorie die ten grondslag ligt van het excel model, daarnaast worden hier de input en de werking van het excel model beschreven aan de hand van een stapsgewijze uitwerking van het model.

Het rapport rondt af met de conclusies die uit het model getrokken kunnen worden, de gevolgen van de keuzes die in het model zijn gemaakt en ook wordt hier terug gekeken op het proces en product en worden aanbevelingen voor verder onderzoek gedaan.

1. Onderzoeksvoorstel

1.1. Probleemanalyse

Corporaties worden met uitdagingen op vele vlakken geconfronteerd. Het is de corporaties nog niet gelukt om op deze uitdagingen een passend antwoord te formuleren, hierdoor is het voor de corporaties lastiger om bij te blijven. De welvarende jaren waarin grote onrendabele toppen en grootschalige sociale investeringen gedaan konden worden liggen achter ons. De financiële en economische crisis vraagt om een herpositionering van de corporaties in de Nederlandse sociaal-economische omgeving (van der Mast & Folkers, 2012).

In het huidige bestel worden de corporaties gefinancierd met staatsgarantie. Deze garantiestructuur geeft het WSW (het Waarborgfonds Sociale Woningbouw; de garantie instelling voor corporaties) de hoogst mogelijke kredietwaardering van AAA. Dit betekent een zeer laag risicoprofiel en dus een lage risico opslag; financiers nemen genoeg met een lager rendement vanwege het lage risico op wanbetaling (ten Cate, 1998; WSW, 2012d). Er is echter een stijgende spread ten opzichte van de gelieerde rente op de Nederlandse staatsobligaties (Finance Ideas, 2011). Dit wordt volgens het WSW (2009) verklaard door de kredietcrisis en de vlucht van institutionele beleggers naar de veiligste graad van beleggingen waardoor het aanbod aan kapitaal afneemt en de opslagen zodoende hoger worden.

Naast dat de toegang tot de kapitaalmarkt door de huidige ontwikkelingen hogere kosten met zich meebrengt, teren woningcorporaties ook in op hun eigen vermogen. Dit komt met name omdat de operationele kosten sneller stijgen dan de inkomsten (Gruis, 2011) en de mogelijkheden om het vermogen aan te vullen door projectontwikkeling of verkoop afnemen (Nieboer, 2009). Gecombineerd met de negatieve waardeontwikkeling van vastgoed (CBS, 2012d, 2012f) leidt dit tot vermogensverlies.

Daarnaast worden de corporaties ook nog geconfronteerd met een extra belasting ingevoerd door het kabinet Rutte-Asscher; de verhuurderheffing. De verwachte opbrengst (ergo: afdracht door de woningcorporaties) van deze verhuurderheffing is in 2013 50 miljoen. In 2014 is dit opgelopen tot 1165 miljoen en de heffing zal in 2017 de definitieve hoogte van 1,7 miljard bereiken (Atrivé, 2013) en zal daarna met inflatie toenemen.

De inkomsten uit verhuur nemen door de inkomensafhankelijke huurverhoging wel toe maar door de afnemende inkomsten uit verkoop neemt de mogelijkheid tot investeren af. Gecombineerd met de toenemende kosten voor het vreemd vermogen en de verhuurderheffing wordt het financieel resultaat van de corporaties negatief beïnvloed.

Door het afnemende resultaat en de waardedaling van het bezit komen de borging en de vermogenspositie onder druk te staan. Om de vermogenspositie te versterken en de financiële continuïteit van de corporaties te waarborgen ontstaat de noodzaak tot het verkennen van alternatieve financieringswijzen en het bepalen van de consequenties van deze alternatieven.

1.2. Onderzoeksdoel

Het doel van het onderzoek is in kaart te brengen en door middel van een financieel model te toetsen welke alternatieven woningcorporaties hebben om zich te financieren in de huidige omstandigheden. In de huidige context hebben corporaties te maken met veranderende wetgeving, schuivende politieke kaders en een veranderend eisenpakket vanuit de financiële markten.

Met dit onderzoek worden de alternatieven die woningcorporaties hebben om zich financieel te versterken onderzocht. Deze alternatieven hebben als doel de corporaties minder afhankelijk te maken van de huidige financieringsstructuur, regelgeving en beperkingen.

In het onderzoek worden de meest kansrijke alternatieven voor financiering van woningcorporaties bepaald en worden deze vervolgens modelmatig gekwantificeerd door een analyse van zowel de vereiste rendementen, als de risico's en de consequenties die de alternatieven hebben op de mogelijkheden van een corporatie met betrekking tot het vervullen van de wettelijk vastgelegde hoofdtaak;

"[H]et betaalbaar huisvesten van de doelgroep, het zorgdragen voor de kwaliteit van het woningbezit, [...] de continuïteit op financieel terrein en de leefbaarheid" (Remkes, 2000, p. 8)

Dit onderzoek levert nieuwe inzichten op met betrekking tot de continuïteit op financieel gebied, een van de peilers om (financiële) ruimte te creëren voor de andere beleidsdoelstellingen zoals gedefinieerd in de wet.

Naast een inventarisatie van de kansrijke financieringswijzen en de toetsing van de toepasbaarheid van de kansrijke financieringswijzen voor dit onderzoek, wordt het excel-model zo opgesteld dat het adaptief is en geschikt voor corporatiebestuurders en -medewerkers om inzicht te verkrijgen in de financiële mogelijkheden en de discussie over de te kiezen financieringsstrategie zowel op de agenda te krijgen als te faciliteren.

1.3. Relevantie

Hier worden de relevantie en opzet van het onderzoek besproken. Het betreft een beschrijving van de wetenschappelijke- en maatschappelijke relevantie en de persoonlijke motivatie die ten grondslag ligt aan de keuze van het onderwerp en opzet van het onderzoek.

1.3.1. Wetenschappelijke relevantie

Naar de balans van woningcorporaties is al veel onderzoek gedaan. Dit onderzoek heeft zich echter met name gefocust op de bezittingen (activa) van de corporatie (Conijn, 2011; Gruis & Nieboer, 2003; Gruis, Nieboer, & Thomas, 2004; Nieboer, 2005, 2009; van den Broeke, 1998). Daarnaast is er ook onderzoek gedaan naar de investeringsbeslissingen en projectontwikkeling door corporaties (Brooks & Tsolacos, 2010; van Everdingen, 2012). Er is zodoende veel kennis over de bezittingen van de corporatie.

De financieringszijde van de balans is sinds de brutering op dezelfde manier ingericht. Door de garantstelling van de overheid is de rente van de corporaties gerelateerd aan de rente op de Nederlandse staatsobligaties (WSW, 2009). De huidige systeemverandering (Verbraeken, 2012a, 2012b) vraagt naar een uitbreiding van de kennis op dit gebied. Het onderzoek voorziet in deze kennisbehoefte.

Dit onderzoek is gerelateerd aan het onderzoeksveld van Housing Policy, Management & Sustainability op het gebied van woningcorporaties. Het verbreedt het kennisveld; niet alleen de activa, maar ook de passiva van de corporatiesector veranderen snel. Hier ligt een behoefte aan zowel wetenschappelijke als praktijk gerichte kennis.

1.3.2. Maatschappelijke relevantie

De maatschappelijke relevantie van dit onderzoek wordt gedefinieerd door de grote sociale, maatschappelijke en economische belangen die spelen in de volkshuisvesting. De sector verliest momenteel vermogen, waarmee maatschappelijk kapitaal verloren gaat, hier kan mogelijk een financiële en bedrijfsmatige herstructurering betere voorwaarden scheppen.

Daarnaast zijn politieke keuzes en de financiële markten de afgelopen jaren ook steeds meer invloed uit gaan oefenen op de operationele resultaten van de woningcorporaties. Deze opereren daardoor in een veranderd paradigma ten opzichte van enkele jaren geleden. Voorbeelden hiervan zijn de invoering van de verhuurderheffing, de door de EC verplichte splitsing tussen sociaal en commercieel vastgoed in verband met het staatssteundossier en de gestelde waardedaling van het vastgoed door de schulden crisis en gerelateerde recessie.

Hierdoor rijst bij corporaties de vraag of het huidige financiële systeem nog volledig voldoet binnen het huidige paradigma. Dit onderzoek verkent de mogelijkheden die woningcorporaties hebben om zich op een andere, vernieuwende wijze te financieren om op deze wijze hun sociale, maatschappelijke en economische doelen (zoals gedefinieerd in de wet) te kunnen blijven vervullen.

Dit onderzoek geeft corporaties een handvest waarmee ze, afhankelijk van de bedrijfsspecifieke omstandigheden zoals huidig bezit, financiële en bedrijfsmatige kenmerken en de opgave op de middellange termijn, kunnen bepalen wat de meest geschikte financieringswijze is.

1.3.3. Persoonlijke motivatie

Mijn motivatie voor dit onderwerp ligt met name op het raakvlak van de woningmarkt en de financiële markten. Beide zijn intrigerende, volatiele en snel veranderende sectoren waarin veel tegelijk gebeurt en je nooit alles kan voorzien of volledig op de hoogte kan zijn, juist deze complexiteit trekt mij.

Daarnaast zijn woningcorporaties, juist in de huidige tijd waarin ze voor veel uitdagingen staan waar ze nog niet eerder mee geconfronteerd zijn, een sector waar een groot kennisgat dreigt te ontstaan. Corporaties hebben jaren lang in een veilige, betrekkelijk voorspelbare en opgaande markt geopereerd. Ze opereren nu in een veranderde markt en moeten zich daar op aanpassen.

Dit onbekende vertaalt zich in vele vragen die bij corporaties opkomen, waar zeker gezien de schaal van de sociale huursector in Nederland geen kant en klaar antwoord voor is. Door hier kennis toe te voegen biedt het onderzoek mij de kans expertise op te bouwen over zowel de woningmarkt als de financiële markten en om een oplossing te zoeken voor een concreet en steeds groter wordend probleem binnen de corporatiesector; de financiering van hun operaties en toekomstige investeringen.

1.4. Onderzoeksvraag

Door de recente ontwikkelingen in de vastgoed- en financiële markten, is bij woningcorporaties een vraag ontstaan of het huidige (financiële) systeem nog het meest efficiënt is. Bereikt men met dit systeem nog steeds het optimale volkshuisvestelijke rendement tegen een zo laag mogelijk kosten- en risicoprofiel. En wat zijn de consequenties voor de toekomstige investeringen met de huidige of alternatieve financieringswijze?

De centrale onderzoeksvraag luidt zodoende: *Wat zijn de rendementen, invloeden en consequenties voor toekomstige investeringen, van alternatieve financieringswijzen voor de Nederlandse woningcorporaties?*

1.4.1. Sub-vragen

Om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden, moeten verschillende elementen apart genomen worden in onderzoeksthema's. Deze onderzoeksthema's zijn de huidige situatie van de corporatiesector, de koppeling met de financiële markten, de alternatieve financieringswijzen die corporaties in kunnen zetten, het modelmatig toetsen van de financieringsmogelijkheden en de gevolgen en conclusies die aan de hand van de modelmatige output getrokken kunnen worden. Aan de hand van deze thema's worden vijf sub-vragen geformuleerd die verder worden uitgewerkt in dit rapport.

- Wat is huidige situatie van de corporatiesector?
- Hoe is momenteel de koppeling met de financiële markten?
- Wat zijn de alternatieve financieringswijzen die corporaties in kunnen zetten?
- Wat zijn de kwantitatieve gevolgen van de mogelijke financieringswijzen?
- Wat zijn de gevolgen voor de bedrijfsvoering van de corporatie?

Deze sub-vragen worden verder uitgewerkt in gedetailleerde concrete vragen die in het onderzoek beantwoord worden.

- Wat is huidige situatie van de corporatiesector?
 - Wat zijn de uitdagingen waar corporaties mee te maken hebben?
 - Wat zijn de invloeden van de politiek op de corporaties?
 - Hoe is het huidige financiële systeem ingericht?
 - Wat is de verklaring van het afnemende eigen vermogen?
- Hoe is momenteel de koppeling met de financiële markten?
 - Wat zijn de mogelijkheden met betrekking tot de inrichting van het bestel en de gevolgen daarvan?
 - Hoe werken de internationale financiële markten?
 - Wat zijn de relevante beoordelingscriteria voor de financieringswijzen?
- Wat zijn de alternatieve financieringswijzen die corporaties in kunnen zetten?
 - Wat zijn de mogelijke alternatieve financieringswijzen?
 - Op welke gronden vallen mogelijke financieringswijzen af?
 - Wat zijn de structuur en het financieel kader van de reële financieringswijzen?
 - Wat zijn de ervaringen van experts met betrekking tot het financieel kader?
- Wat zijn de kwantitatieve gevolgen van de mogelijke financieringswijzen?
 - Wat is een geschikte wijze om de gewogen kapitaalkosten voet (WACC) te bepalen?
 - Wat zijn de relevante parameters en input variabelen?
 - Hoe kan de WACC berekend worden?
- Wat zijn de gevolgen voor de bedrijfsvoering van de corporatie?
 - Wat zijn de gevolgen van de gekozen financieringsstructuur?
 - Wat is de afweging tussen financieën en de bedrijfsdoelstellingen?
 - Wat zijn de gevolgen voor de bedrijfsvoering?

1.5. Verwachte uitkomsten

Door de keuzes die het kabinet maakt in het regeerakkoord zal volgens de modellen van het WSW in 2013 47 procent van de corporaties en in 2016 89 procent niet meer aan de kasstroomnormen voldoen (Verbraeken, 2012b; WSW, 2012d, 2012g) door aanpassingen van de plannen met betrekking tot de woningmarkt in het woonakkoord zijn de gevolgen voor de sector afgenomen.

Als de toegang tot goedkoop geborgd krediet afneemt of zelfs volledig wegvalt, zal de zoektocht naar alternatieven voor het huidig bestel versneld op gang komen. De financieringsstructuur van de huidige corporaties zal dan meer naar een projectfinancieringsmodel gaan in plaats van de nu geldende WSW geborgde kredietlijn op corporatieniveau.

De verwachting is dat nu het WSW de regelgeving strikter maakt, dit ondanks de staatsgarantie niet langer goedkoopste wijze zal zijn om de corporaties te financieren. Stadgenoot heeft als enige Nederlandse corporatie zelf, op basis van een kredietrating een onderhandse lening opgehaald en betaalde daar een opslag van een kwart procent ten opzichte van geborgd krediet op. Door het overschot aan liquiditeit in de financiële markten zoeken investeerders naar investeringsmogelijkheden met een passend risico- en rendementsprofiel. Corporaties bieden geen hoog rendement, maar door de grote vraag naar sociaal bezit is het risico zeer laag. Corporaties zullen dus in staat zijn om op basis van de kasstromen en het huidig bezit zich commercieel te herfinancieren.

Echter is de verwachting dat het laten toenemen van de hoeveelheid vreemd vermogen van de corporaties door het aantrekken van meer leningen uit andere financieringsbronnen op de lange termijn de balans te zeer zal verzwakken. Voor een duurzame financiële toekomst zal er meer gezocht moeten worden naar een oplossing die uitgaat van het versterken van het eigen vermogen van de corporatie. Dit moet gebeuren in combinatie met een andere structurering van het vreemd vermogen (Smink, 2013). Op deze manier kan de corporatie de financieringsbehoefte vervullen met zowel additioneel vreemd- als eigen vermogen.

Om additioneel eigen vermogen aan te trekken voor investeringen moeten corporaties in staat zijn om investeerders te overtuigen van de continuïteit van de kasstromen, de kwaliteit van het management en de vooruitzichten van de onderneming, hier liggen voor de corporaties nog mogelijkheden om hier verbetering in aan te brengen, voor investeerders toont dit aan dat de corporatie in control is.

Het aantrekken van eigen vermogen betekent dat er een einde komt aan het huidige revolving fund met stichtingen en verenigingen. Woningcorporaties moeten naar een eigendomsstructuur waarbij er de mogelijkheid is om eigen vermogen aan te trekken door aandelen of participaties uit te geven. Als deze mogelijkheid geboden wordt is het aan het bestuur om de organisatie zo in te richten dat deze voldoet aan de eisen van de financiële markten, zonder het sociale aspect uit het oog te verliezen.

1.6. Onderzoeksmethode

Het onderzoek inventariseert en analyseert de mogelijke alternatieven die corporaties hebben om zichzelf te kunnen financieren, zowel via schuldfinanciering als eigen vermogensversterking. Na de inventarisatie zullen de rendementen en optimale verhoudingen gekwantificeerd worden aan de hand van een financieel excel model.

De eerste stap is de identificatie en analyse van het probleem dat aan de basis ligt van het onderzoek. Als er een onderzoeksthema is geïdentificeerd wordt dat verder ingekaderd tot een concreet geformuleerd onderzoek aan de hand van een inventariserende literatuurstudie. Daarna worden de doelstellingen voor het verdere onderzoek geformuleerd. Met deze kaders bepaald, kan het onderzoek gericht van start gaan.

De volgende stap is het analyseren van de context en het bestaande werkveld van de corporaties. Dit is verderop beschreven. De nu geldende context geldt als basisscenario waar het onderzoek tegen wordt uitgezet om een vergelijking te kunnen maken. Ook wordt dieper ingegaan op de werking van de financiële markten om zo het financieel kader te verduidelijken.

Daarna wordt gekeken op welke wijze corporaties zichzelf aan kunnen passen aan de veranderende maatschappelijke en regulaire context en welke mogelijkheden dat schept voor exploitatie en financiering van het sociale woningbezit en het kunnen bijdragen aan de sociale woningbouw in Nederland. Het gaat hier dan om het zoeken naar private oplossingen, een publiek bestel of een combinatie van beide methoden in wisselende samenhang.

De derde fase van het onderzoek is het in kaart brengen van de mogelijke alternatieve financieringswijzen. Als basis worden alle bekende financieringswijzen uit bedrijfs- en vastgoedfinanciering naast elkaar gelegd. Op deze manier is de basis van het onderzoek zeer breed, maar kunnen alle keuzes in verdere stappen onderbouwd worden, wetende dat de alternatieven om een nader te specificeren reden al dan niet geschikt zijn voor het specifieke doel; het financieren van woningcorporaties.

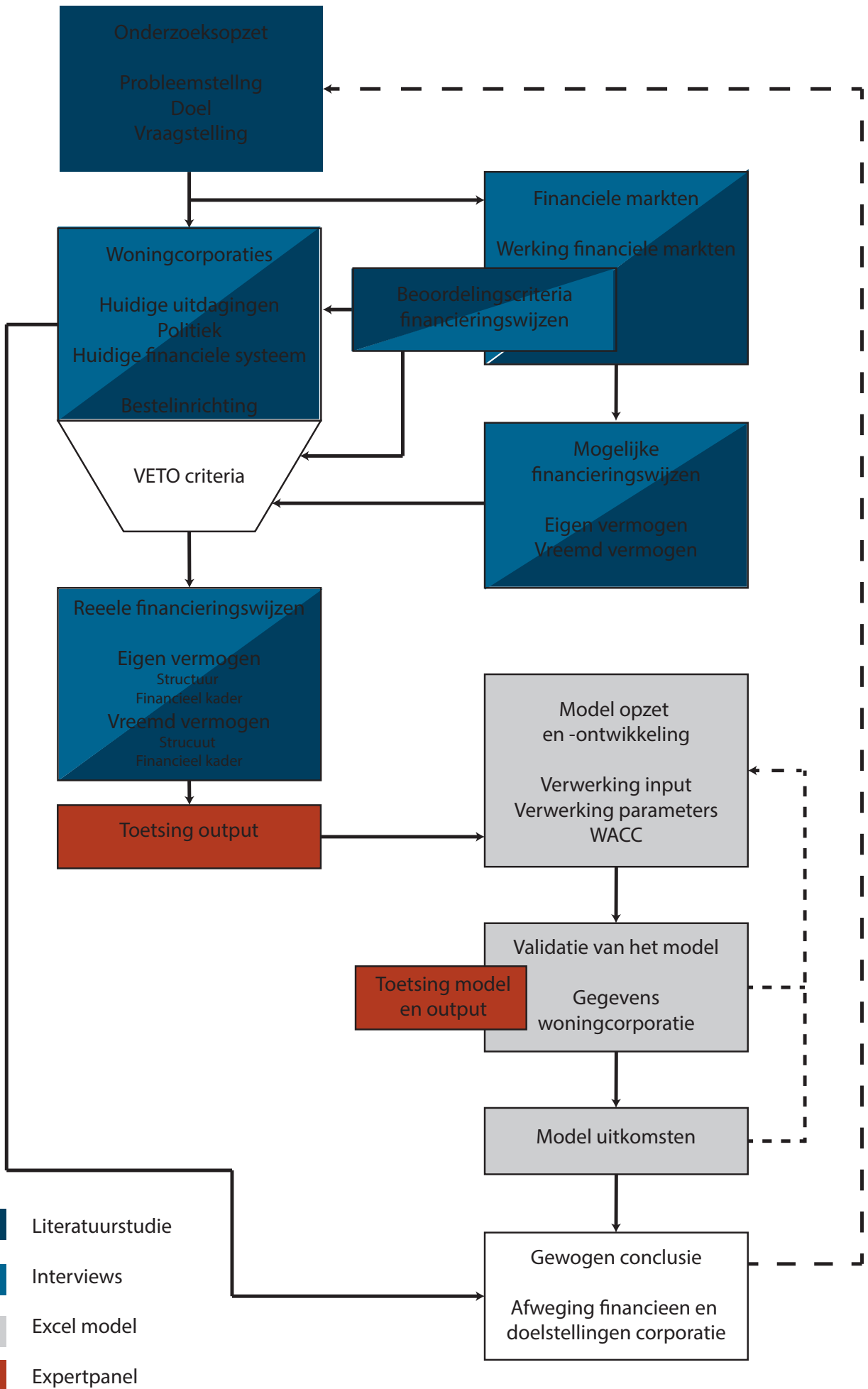
Het afwegen van de haalbaarheid van de alternatieven gebeurt op basis van criteria die worden opgesteld aan de hand van gesprekken met financiers, corporatiebestuurders en -toezichhouders, wetenschappers en literatuurstudie. Deze experts uit het werk- en onderzoeksveld worden in vrije interviews aan het woord gelaten om vervolgens uit de uitgebreide input die dat oplevert de mogelijke regulaire systemen, financiële applicaties en beperkingen af te leiden. De alternatieven worden getoetst aan deze criteria en de huidige context, vervolgens wordt er een veto-oordeel geveld over de toepasbaarheid. Als een financieringswijze veelbelovend lijkt wordt deze verder uitgewerkt.

De verdere uitwerking omvat een diepgaande analyse van de financieringswijze, de beperkingen van deze methode en het financieel kader en de opslagen ten opzichte van de IRS die bij de financieringswijze worden toegepast. Deze opslagen en overige bepalingen ten aanzien van het financieel kader worden getoetst door een expert panel van bankiers om de verbinding tussen de theorie en praktijk te valideren.

De vierde fase is het verwerken van deze toepasbare alternatieven met de daarbij behorende randvoorwaarden in een financieel model waarmee de invloed, effecten over tijd en noodzakelijke rendementen per alternatieve financieringswijze afgeleid kunnen worden. Dit model gaat uit van de gewogen kapitaalskosten voet en wordt per jaar bepaald aan de hand van de eerder gedefinieerde kaders en opslagen met betrekking tot de financiering en door de corporatie aangeleverde input.

Vervolgens worden aan de hand van het financiële model, de gesprekken met de experts uit het werkveld en de randvoorwaarden de kwantitatieve en kwalitatieve invloeden op de corporatie in kaart gebracht.

De laatste fase is dan het afwegen van de financiële consequenties en de invloeden gerelateerd aan de huidige context en financieringswijze om tot een afgewogen verhouding van rendement en risico te komen, op basis van de portfolio theorie. Dit leidt tot de conclusies van het onderzoek en een aanbeveling voor de sector.



2. Huidige uitdagingen

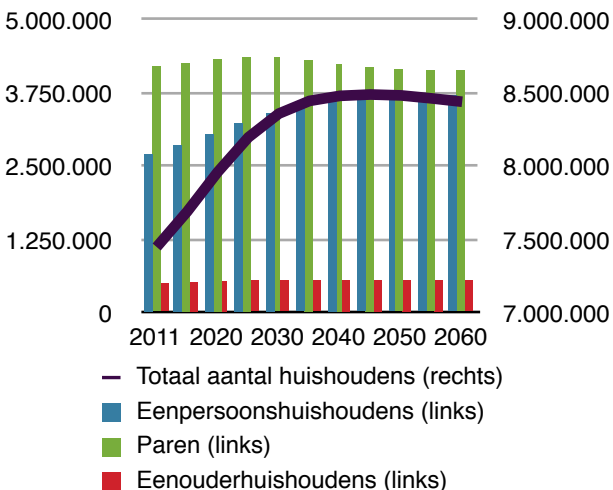
In de huidige markt is het voor woningcorporaties steeds lastiger om bij te blijven. De welvarende jaren waarin grote onrendabele toppen en grootschalige sociale investeringen gedaan konden worden liggen achter ons. De financiële en economische crisis vraagt om een herpositionering van de corporaties in de Nederlandse sociaal-economische omgeving (van der Mast & Folkers, 2012).

2.1. Uitdagingen in de sector

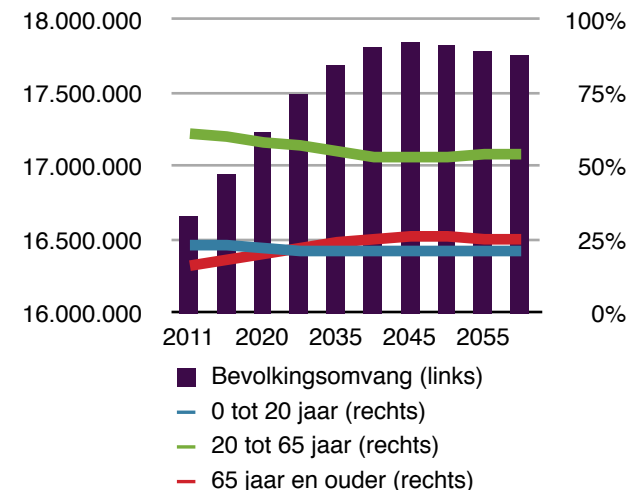
Aan de hand van een DESTEP analyse heeft Twynstra Gudde de zes velden geïdentificeerd waar de corporaties uitdagingen voorzien, dit zijn; demografisch, klimatologisch, technologisch, sociaal-cultureel, politiek en economisch (van der Mast & Folkers, 2012). De eerste vier zullen hier kort behandeld worden. De laatste twee zullen meer uitvoerig besproken worden.

2.1.1. Demografie

De eerste geïdentificeerde uitdaging die de corporaties moeten aangaan is de demografische ontwikkeling; een verandering in de huishoudenssamenstelling (figuur 11), een afname van de gehele populatie vanaf 2045 (figuur 12) en een sterke huishoudensafname in de krimpregio's. Een-derde van de Nederlandse gemeenten zal te maken krijgen met krimp in de komende jaren, aan de andere kant is er in de Randstad nog steeds te woningtekort (van der Mast & Folkers, 2012).



Figuur 11: huishoudensprognose 2010-2060 (CBS, 2011)



Figuur 12: bevolkingsprognose 2010-2060 (CBS, 2010)

Naast de afname in bepaalde regio's krijgen corporaties ook te maken met de dubbele vergrijzing; de ouderen vormen een groter deel van de bevolking en de levensverwachting neemt toe. Deze ontwikkeling zorgt voor een specifieke, zorg gerelateerde woonvraag. Dit zal een nieuwe samenwerking tussen zorginstellingen en vastgoedinvesteerdere vragen (Garssen, 2011).

2.1.2. Klimaat en techniek

Naast dat woningcorporaties zichzelf aan zullen moeten passen met het oog op de veranderende vraag, hebben ze ook te maken met een verouderende woningvoorraad. De bestaande voorraad van de woningcorporaties zal moeten worden aangepast naar de huidige klimaatstandaard (van der Mast & Folkers, 2012). Dit vraagt additionele investeringen in een tijd waarin de corporaties kraker bij kas zitten dan ooit tevoren (Gruis, 2011).

De bouw is een sector waar verandering maar langzaam plaatsvindt. Echter is er nu een trend gaande van verregaande ketenintegratie en de opkomst van IT. Deze veranderingen vragen ook een andere wijze van communicatie en planning van de woningcorporatie (van der Mast & Folkers, 2012). Hier zal de bedrijfsvoering op aangepast moeten worden.

2.1.3. Sociaal-cultureel

Voor de brutering was er geen discussie over de woningcorporaties en de legitimiteit van hun functioneren in de Nederlandse woningmarkt. In de huidige tijd staat woningcorporaties onder grote maatschappelijke en

politieke druk. Vanuit de media maar ook de sector zelf komt steeds vaker een roep om verandering van de huidige werkwijze;

“Corporaties moeten zich veel meer bewust zijn waarvoor zij op aarde zijn, namelijk betaalbare huisvesting bieden voor groepen die nu moeilijk op de woningmarkt terecht kunnen. [...] Meer dan in het verleden zal het besef moeten zijn dat corporaties er zijn voor (zittende en potentiële) huurders. Daarom moet beter geluisterd worden naar huurders en hun vertegenwoordigers, [...] de tegenmacht van huurders moet versterkt worden en wettelijk beter verankerd worden. Dat zou corporaties meer met de voeten op de grond brengen en zal volgens mij een behoorlijke rem kunnen zijn op allerlei risicovolle avonturen. In de structuur zijn echter ook dringend aanpassingen nodig. [...] In de nieuwe Woningwet, [...] moeten betere waarborgen voor het goed functioneren van corporaties ingebouwd worden.”(Paping, 2012 p. 7)

De opkomst van de (sociale) media heeft de mensen meer invloed gegeven. De huurders hebben een hogere kwaliteitsvraag en de woningcorporaties zullen moeten leren omgaan met mondigere klanten. Ook de incidenten en excessen van sommige corporaties hebben het imago van de sector geen goed gedaan

2.2. Politieke invloeden

Tot de jaren negentig werden de woningcorporaties strikt gereguleerd door de Nederlandse overheid. De woningcorporaties ontvingen overheidssubsidies voor het vervullen van de investeringsbehoeften en het dekken van hun bedrijfskosten (Nieboer, 2009). De subsidies voor de woningcorporaties zijn in twee componenten in te delen; object- en subjectsubsidies. Het eerste zijn de geldstromen die direct in het object, de huurwoning worden geïnvesteerd. Hiermee financierde Nederland sinds de Tweede Wereldoorlog, tot de jaren negentig, zowel de nieuwbouw- als verbeteringsopgave door middel van een exploitatiebijdrage (Boelhauer, 1992). In de huidige situatie zijn grondprijskorting van gemeentes en borgstelling voor de leningen voor corporaties voorbeelden van objectsubsidies. Subjectsubsidie is een subsidiestroom die bij de eindgebruiker terecht komt; in het geval van woningcorporaties de huurders. De meest voorkomende vorm van subjectsubsidie in de huursector is de huurtoeslag.

2.2.1. Bruterling

In oktober 1993 hebben het ministerie van VROM (tegenwoordig I&M) en de rechtsvoorgangers van Aedes en VNG een akkoord bereikt over de bruterling. De bruterling betreft het afkopen van de toekomstige subsidieverplichtingen van de overheid jegens de woningcorporaties door het eenmalig uitbetalen van de contante waarde van alle toekomstige subsidies. Daarnaast zal de overheid gelijktijdig alle uitstaande staatsleningen opeisen bij de corporaties. Dit was een opgave van 35 tot 40 miljard gulden. Het achterliggende plan van deze operatie was het verlossen van de overheid van de begrotingspost die de subsidies omvatte en het financieel verzelfstandigen van de woningcorporaties, die ook niet meer afhankelijk zouden zijn van het overheidsbeleid (Conijn, 1994).

Deze omslag, van een strikt gereguleerde sector waar de corporaties uitvoerende rijksdiensten waren, naar een gereguleerde markt werd ingegeven vanuit de bezuinigingsopgave die toentertijd bij de overheid lag en minder door een wijziging van de denkwijze over de woningmarkt. Marktwerking was geïnspireerd op de noodzaak te moeten bezuinigen. In de gelijktijdig aan de bruterling en verzelfstandiging van de woningcorporaties ingevoerde wetgeving toont aan dat de overheidsinvloeden in de sociale huursector nog steeds aanwezig waren. De wetgeving bevat regulering voor de beschikbaarheid, kwaliteit en betaalbaarheid van de woningen (Kraan & Lever, 2006).

Hoewel de corporaties altijd private stichtingen of verenigingen zijn geweest, hebben zij lange tijd geen invloed gehad op het bouw- en woningbesluit van de Nederlandse overheid. Hun invloed was door de wetgeving (Woningwet en Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (Nieboer, 2009)) en de objectsubsidies gemarginaliseerd (Kraan & Lever, 2006).

2.2.2. Wettelijk kader

Na de afronding van de bruteringsopgave, waren de woningcorporaties privaatrechtelijke toegelaten instellingen met tientallen miljarden aan vastgoed op hun balans en binnen de wettelijke kaders ook zelfstandig verantwoordelijk voor hun productie (beheers- nieuwbouw- en verbeteringsopgave (Boelhauer, 1992)) en financiering (ten Cate, 1998). Aangezien de wettelijke kaders van voor de bruterling niet langer voldeden, is het Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting omgezet naar het Besluit Beheer Sociale Huursector (BBSH). Het BBSH reguleert de woningcorporaties in tegenstelling tot zijn voorganger volgens het principe van verantwoording achteraf. Dit heeft de vrijheid van de corporaties significant vergroot. De

verantwoording gebeurt op basis van een zestal prestatievelden, ook wel aangeduid als de kerntaken van woningcorporatie, die gedefinieerd zijn in het BBSH (Nieboer, 2009; Remkes, 2000).

“In het Besluit beheer sociale huursector (BBSH), laatstelijk gewijzigd per besluit van 17 december 1998 (Stb. 1998 nr. 722), is vastgelegd dat t.i.'s [toegelaten instellingen (woningcorporaties)] uitsluitend werkzaam zijn op het gebied van de volkshuisvesting, verbijzonderd in de volgende prestatievelden: het betaalbaar huisvesten van de doelgroep, het zorgdragen voor de kwaliteit van het woningbezit, het betrekken van bewoners(organisaties) bij beleid en beheer, de continuïteit op financieel terrein en de leefbaarheid (het laatste prestatieveld is toegevoegd in 1997). [...] Met name door de toevoeging van het prestatieveld leefbaarheid is het werkterrein van de corporaties aanzienlijk verbreed. Doordat activiteiten in het kader van leefbaarheid wel in het belang van de volkshuisvesting moeten zijn is tevens ruimte voor interpretatie ontstaan.” (Remkes, 2000, p. 8)

2.2.3. Huurprijzen

De hoogte van de huur die corporaties mogen vragen voor de sociale huurwoningen is gedefinieerd aan de hand van het woningwaarderingstelsel (WWS). Dit stelsel kent punten toe aan verschillende onderdelen van de woning en wordt gedefinieerd aan de hand van een aantal criteria. Deze punten geven de kwaliteit van een huurwoning weer, bij elke hoeveelheid punten hoort een maximum huurprijs. Deze wordt elk jaar opnieuw vastgesteld door de overheid (Rijksoverheid, 2012b). Het WWS systeem richt zich dus op de woningaspecten ongeacht de locatie van een pand. Hoe beter de locatie, hoe groter het procentuele verschil zal zijn tussen de WOZ-waarde en de maximaal toelaatbare huur (Conijn, 2011).

De grens tussen sociale- en commerciële huur is de liberalisatiegrens. Deze grens verwijst naar de in de wet op de huurtoeslag gedefinieerde maximale huurgrens. Per 1 juli 2013 en tot 1 juli 2014 is de maximaal toelaatbare huur € 681,02 per maand (Spies, 2012b).

Corporaties hebben vaak als beleid om de huur die ze vragen vast te stellen als een percentage van de maximale huur die aan de hand van de WWS-punten gevraagd had kunnen worden. Door de dominante positie van woningcorporaties op de huurmarkt zijn zij de prijsstellers. Commerciële en private beleggers hebben een volgende positie (Conijn, 2011). Dit is ook terug te zien in de werkelijke huurniveau's in de Nederlandse markt;

“Verder blijkt [...] dat het huurniveau van de beleggers, met uitzondering van de hoogste prijsklasse, gemiddeld circa 1,0 à 0,5% hoger ligt dan dat van de corporaties. Bij de particuliere verhuurders (incl. familie) ligt het huurniveau gemiddeld op een gelijk niveau als bij de corporaties. Ook [...] komt naar voren dat het absolute huurniveau bij beleggerswoningen hoger is dan bij corporatiewoningen en dat de particuliere huurwoningen [...] en corporatiewoningen, [...] in euro's gemiddeld een gelijk huurniveau hebben. Dat uit de analyse geen verschil in huurniveau naar voren komt tussen corporatiewoningen en particuliere huurwoningen is opmerkelijk te noemen.” (Conijn, 2011, p. 17)

Gemiddeld vragen beleggers (zowel commerciële als corporaties) een huur van 3,3 procent van de WOZ waarde. Bij gereguleerde huur is dat gemiddeld 3,2 procent en bij geliberaliseerde huur is dat 4,5 procent (Conijn & Schilder, 2011). Dit verschil kan verklaard worden door het verplichte gebruik van het WWS als maximale huurbepaling in de gereguleerde sector.

Als er echter gekeken wordt naar het marktconform rendement zou de markthuurl 5,7 procent van de WOZ waarde moeten zijn. De consument is echter maar bereid 4,5 procent te betalen. Dit verschil komt door de fiscale voordelen die een eigen woningbezitter geniet. Door deze verstoringe werking is het in Nederland niet mogelijk om een marktconform rendement te halen op woninginvesteringen (Conijn & Schilder, 2011).

2.2.4. Huurindexatie

De jaarlijkse huurverhoging wordt ook bepaald door de overheid. Het door het CBS gepubliceerde inflatiecijfer dient als basis voor de maximaal toelaatbare huurverhoging met een opslag van 1,5 procent voor huishoudens met een inkomen lager dan € 33.614. Huishoudens met een inkomen van meer dan € 33.614 tot € 43.000 krijgen een maximale huurverhoging van 2 procent boven inflatie. Bij huishoudens met een inkomen hoger dan € 43.000 kan de huur met 4 procent boven inflatie worden verhoogd (Finance Ideas, 2013b).

Deze huishoudens worden scheefwoners genoemd. In 2011 woonde in een meer dan een kwart van de sociale huurwoningen een huishouden met een inkomen van boven de € 33.000 euro (de EU definitie van

scheefwonen). Net onder de 20 procent van de sociale voorraad wordt bewoond door huishoudens met een inkomen van meer dan € 43.000 (CBS, 2012e).

“Gekozen wordt voor een evenwichtige aanpak op de huurmarkt. Het beleid blijft erop gericht om sociale huurwoningen beschikbaar te laten komen aan die mensen voor wie de woningen bedoeld zijn. De scheefheid wordt met inkomensafhankelijke huurverhogingen bestreden. [...] Beoogd is deze huurverhogingen met ingang van 1 juli 2013 in te laten gaan. De nog in te voeren verhuurderheffing kan structureel meer dan volledig worden betaald uit de opbrengsten van de huurverhoging.

De maximale huur blijft gebaseerd op het woningwaarderingstelsel, ook voor huishoudinkomens boven de € 43.000,-, in tegenstelling tot het gestelde in het Regeerakkoord. Over de vereenvoudiging van het woningwaarderingstelsel wordt voor Prinsjesdag een voorstel ingediend. Daarnaast wordt uiterlijk eind 2014 een voorstel voor toepassing van de huursombenadering gedaan.” (Blok, 2013 p. 2)

2.2.5. Staatssteun

De bruteringsmaatregelen hebben de woningcorporaties meer ruimte gegeven om hun eigen beleid te bepalen, mits dit binnen de kaders van het BBSH valt (Nieboer, 2009). Aangezien de huizenprijzen in de jaren volgend op de bruteringsmaatregelen veel harder stegen dan de bouwkosten, was nieuwbouw voor verkoop een aantrekkelijke manier om winsten te realiseren (CBS, 2012a, 2012b; Triami Media, 2012).

Deze ontwikkeling, gecombineerd met de objectsubsidies door middel van grondprijskorting en goedkopere financiering die woningcorporaties aan kunnen trekken door de staatsgarantie, leidde in de ogen van de Vereniging van Institutionele Vastgoedbeleggers Nederland (IVBN) en Vesteda tot oneerlijke concurrentie. Zij hebben daarop op 16 april 2007 een klacht ingediend bij de Europese Commissie (EC) over de marktversturende werking van de staatssteun aan de woningcorporaties (Priemus & Gruis, 2011).

In 2005 had de EC ook al een aantal kritische vragen gesteld aan de Nederlandse staat over de mogelijk illegale staatssteun. Na langdurige onderhandelingen is in december 2009 een overeenkomst gecommuniceerd door de secretaris generaal van de EC. Hierin staat vermeld dat woningcorporaties gebruik mogen maken van de staatssteun mits ze minstens 90 procent van hun beschikbare voorraad alloceren naar huishoudens met een inkomen lager of gelijk aan € 33.000. Ook de maximale toelaatbare huurgrens is toen vastgelegd. Naast investeringen in sociale woningen mogen de woningcorporaties ook gebruik maken van door de staat gesteunde financiering voor het ontwikkelen van of investeren in maatschappelijk vastgoed (Priemus & Gruis, 2011).

Deze splitsing heeft geleid tot het invoeren van het DAEB/niet-DAEB principe in het beoordelen van de investeringen van een woningcorporatie. DAEB is een afkorting voor Dienst van Algemeen Economisch Belang. De staatssteun mag alleen gebruikt worden voor de DAEB geclassificeerde activiteiten. Dit zijn a) de bouw van woningen met een huur onder de liberalisatiegrens, b) bouw en verhuur van maatschappelijk vastgoed, c) leefbaarheidsactiviteiten in de wijken waar de corporatie bezit heeft en d) werkzaamheden in het kader van wijkaanpak (Conijn, 2011). Als deze staatssteunregels verder worden uitgewerkt komt er volgens J. Conijn (2011) een economische en/of juridische splitsing tussen het DAEB en niet-DAEB deel.

De splitsing van het vermogen zal mogelijk nog aangevuld worden met de mogelijkheid om liquide middelen, leningen of vermogen uit te wisselen tussen het DAEB-deel en het niet-DAEB-deel. Er is dan geen definitieve splitsing meer. De crux is dat het vermogen verkregen met staatssteun niet ten goede mag komen aan het niet-DAEB deel (Conijn, 2011), maar het bijdraagt aan de doelstellingen gedefinieerd in het BBSH als met niet-DAEB activiteiten opgebouwd kasgeld of vermogen ten goede zou komen aan de sociale doelstellingen.

2.2.6. Kabinet Rutte-Asscher

Het op 29 oktober 2012 gepresenteerde regeerakkoord (Rutte & Samson, 2012) tussen de VVD, vertegenwoordigd door Mark Rutte en Stef Blok en de PvdA, vertegenwoordigd door Diederik Samson en Jeroen Dijsselbloem, heeft zijn invloed op de woningmarkt gehad. De meeste belangenorganisaties die verschillende partijen op de Nederlandse woningmarkt vertegenwoordigen hebben hun specifieke commentaar op het regeerakkoord. Vereniging Eigen Huis heeft de regering al opgeroepen het akkoord te herzien (VEH, 2012), ook de Woonbond en FNV Bouw hebben de noodklok geluiden over de plannen die de regering voor de huurmarkt heeft (Woonbond, 2012). In het regeerakkoord staat het als zodanig vermeld:

“De woningmarkt zit op slot. Dat is slecht voor onze economie en buitengewoon belemmerend voor mensen die willen kopen, huren of verhuizen. Door annuïtair aflossen als voorwaarde te stellen voor belastingaftrek bij nieuwe hypotheeklen en de overdrachtsbelasting structureel te verlagen zijn de eerste belangrijke stappen gezet om de woningmarkt weer in beweging te krijgen. Als sluitstuk scheppen wij een helder en houdbaar kader voor de koop- en de huurmarkt. Zo maken we een einde aan de heersende onzekerheid en brengen we een eerlijke en goedlopende woningmarkt binnen bereik.” (Rutte & Samson, 2012 p. 32).

De concrete maatregelen uit het regeerakkoord en het op 13 februari 2013 gepresenteerde woonakkoord focussen zich specifiek op de hypotheekrenteaftrek, de huurtoeslag en huurverhoging en doelstelling en taxatie van de woningcorporaties.

De hypotheekrenteaftrek wordt met een half procent per jaar terug gebracht van de vierde belastingschijf naar de derde. Ter compensatie wordt de inkomstenbelasting verlaagd. Om de mensen met een restschuld te faciliteren blijft deze voor 5 (inmiddels 10 (NOS, 2012)) jaar aftrekbaar (Rutte & Samson, 2012).

De huurtoeslag blijft in de huidige vorm bestaan. Er zal echter een inkomensafhankelijke huurverhoging komen om doorstroming te bevorderen en het scheefwonen tegen te gaan (Blok, 2013; Rutte & Samson, 2012).

De huren worden marktconform gemaakt door deze verhoging van inflatie + 1,5%. Met als doel om de doorstroming in de huurmarkt te bevorderen en scheefwonen tegen te gaan (Blok, 2013). Het akkoord stuit op veel bezwaar. Advocatenkantoor Kennedy Van der Laan heeft in een memo voor de Woonbond als argument aangevoerd dat de inkomensafhankelijke huurverhoging in strijd is met artikel 8 van het Europese verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden (EVRM). Volgens de advocaten is de doelmatigheid niet in voldoende mate aangetoond om de privacy schending van de inkomensregistratie te rechtvaardigen (de Vries & Schmaal, 2013). De wet is echter door de beide kamers aangenomen en op 1 juli zal de inkomensafhankelijke huurverhoging in gaan.

De extra huuropbrengsten die hiermee worden gegenereerd vloeien via een heffing, voor verhuurders die meer dan 10 eenheden verhuren met een huur lager dan de liberalisatie grens (Aedes, 2012; Belastingdienst, 2012), terug in de staatskas. De verwachte opbrengst van deze verhuurderheffing is in 2013 50 miljoen. In 2014 is dit opgelopen tot 1,165 miljard. In 2017 bereikt de verhuurderheffing de top van 1,7 miljard (Atrivé, 2013).

3. Het huidige financiële systeem

3.1. Zekerheidsstelsel

Voor de regulering en financiering van de woningcorporaties wordt de sector overzien door twee instituten. De garanties van de woningcorporaties zijn in drie lagen gestructureerd.

3.1.1. Primaire zekerheid

De eerste laag in het garantiesysteem is het eigen vermogen dat de woningcorporaties bezitten. Dit bestaat uit de inkomstenstroom die het vastgoed genereert door middel van de netto ontvangen huurpenningen minus de bedrijfskosten en de financieringskosten; de kasstroom voor belastingen. Eventueel aangevuld met de netto verkoopopbrengsten van het vastgoed (Gruis, 2011; Lusht, 1997; Nieboer, 2009).

$$\begin{aligned}
 & \text{Potentieel bruto inkomen} \\
 & \quad - \text{leegstandskosten} \\
 & = \text{Effectief bruto inkomen} \\
 & \quad - \text{exploitatiekosten} \\
 & = \text{netto inkomen uit exploitatie} \\
 & \quad - \text{financieringskosten} \\
 & = \text{kasstroom voor belastingen}
 \end{aligned}$$

Formule 3: kasstroom voor belastingen (Lusht, 1997)

Daarnaast is deze laag van het garantiesysteem is gebaseerd op het principe van solidariteit. In 1988 heeft de overheid in artikel 71 t/m 73 van de woningwet het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting gedefinieerd als financieel toezichthouder voor de corporatiesector. In deze artikelen zijn de inrichting, middelen en bevoegdheden van het CFV en het toezicht op het CFV gedefinieerd (CFV, 2012e; ten Cate, 1998).

Het CFV ontvangt een jaarlijkse, verplichte bijdrage (de saneringsheffing) van de corporaties a somma 600 miljoen (VNG, 2012). In het Besluit Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (BCFV) staan de nadere regels voor wat betreft het verstrekken van saneringssubsidie en de projectsteun die het CFV kan verstrekken. Ook wordt het financieel toezicht op de corporaties en de adviesrol van het CFV gedefinieerd in het BCFV (CFV, 2012a, 2012e). Het CFV geeft advies over toelating tot het BBSH, wijziging van de statuten van een corporatie, fusies en ministeriële aanwijzingen. Advies op andere vlakken is gebaseerd op ministeriële regelingen (CFV, 2012e).

Als een woningcorporatie in financiële nood raakt en insolvent raakt (niet langer in staat is om aan de toekomstige verplichtingen te voldoen) en zodoende niet voldoet aan de kredietwaardigheidseisen van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) en getroffen maatregelen geen oplossing bieden (CFV, 2011a) kan het CFV saneringssteun verlenen aan deze woningcorporatie door middel van een subsidiesteun of renteloze lening (CFV, 2012c). Als voorwaarde stelt het CFV dat de woningcorporatie een herstelplan indient waar ze een 10 jarige herstelstrategie opstelt waarin de corporatie de financiële situatie herstelt (ten Cate, 1998). Sanering is zodoende gericht op de continuïteit van de sociale woningvoorraad, niet op de continuïteit van de corporatie (CFV, 2011a).

3.1.2. Secundaire zekerheid

De tweede laag van het garantie- en financieringssysteem van de woningcorporaties is het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Het WSW zorgt dat woningcorporaties voor DAEB-activiteiten tegen relatief lage rentetarieven geld kunnen aantrekken op de kapitaalmarkt. Het WSW staat garant voor de leningen die aan de woningcorporaties verstrekt worden, dit reduceert de financieringskosten voor de woningcorporaties en geeft de financiers de grootst mogelijk zekerheid (WSW, 2012f).

Het WSW beschikt over een eigen vermogen van ongeveer € 477 miljoen (eind 2011) dat dient als eerste achtervang mocht een woningcorporatie wanbetalen op de lening. Mocht een woningcorporatie niet kunnen voldoen aan de verplichtingen kan het WSW naast het kasgeld ook nog een bijdrage eisen van de participerende corporaties wat het totaal garantstellingsvermogen op € 3,2 miljard brengt (WSW, 2012g). Dus mocht een corporatie niet aan de betalingsverplichting voldoen kan de financier de leensom en nog te ontvangen rentebetalingen via het WSW terugvragen (ten Cate, 1998; WSW, 2012f). Het WSW heeft dan een vordering op de corporatie die van de steun gebruik heeft gemaakt (WSW, 2012g).

3.1.3. Tertiaire zekerheid

Het WSW staat garant voor € 87 miljard en heeft een totale onderpandwaarde van € 350 miljard. Deze garantstelling wordt weer definitief gegarandeerd door de Nederlandse lokale en landelijke overheden, dit is de derde zekerheidslaag. Als het WSW niet voldoende vermogen heeft om de corporatieschuld te voldoen, dragen de gezamenlijke gemeentes 25% van het tekort bij, een tweede 25% wordt voldaan door de andere schadegemeentes en het rijk vult dit aan met de laatste 50%. Deze steun is in principe geen gift aan het WSW maar een renteloze lening (WSW, 2012g). Deze structuur geeft het WSW de hoogst mogelijke kredietwaardering van AAA. Dit betekent een zeer laag risicoprofiel en dus een lage risico opslag; financiers nemen genoeg met een lager rendement vanwege het lage risico op wanbetaling, zie formule 2 (ten Cate, 1998; WSW, 2012f).

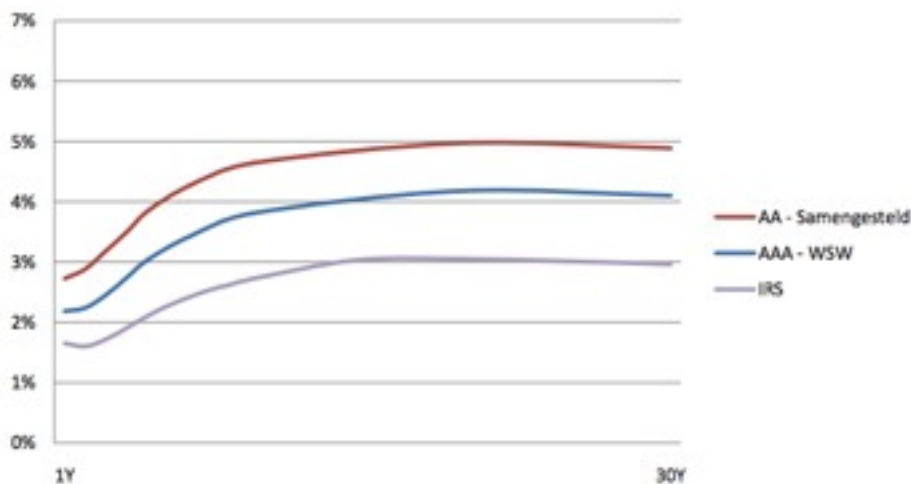
$$\text{financieringsrendement} = \text{risico vrije component (10 jaars IRS of EURIBOR)} \\ + \text{crediteur specifieke risico opslag (spread)}$$

Formule 4: financieringsrendement (Lusht, 1997)

Omdat de Nederlandse overheid garant staat voor de schuldpapieren die de woningcorporaties uitgeven, is de rente die via het WSW betaald moet worden ook gerelateerd aan de rente die de staat betaalt. De rente die de woningcorporaties betalen is de IRS (internationale swap rente) verhoogd met een risico opslag (WSW, 2012c).

3.2. Risico opslag

Finance Ideas (2011) heeft een analyse gemaakt van de rente opslagen die het WSW (DAEB) en corporaties als commerciële partijen (niet-DAEB) hebben ten opzichte van de risicovrije rentevoet, zie figuur 13. Als basisrente tarief is het IRS gekozen, dit is de risicovrije swap rente. Dit is ook de rente die gebruikt wordt door De Nederlandsche Bank (DNB). Gezien de financiële zekerheidsstructuur van het WSW kan het WSW dezelfde kredietwaardigheid als de Nederlandse overheid (AAA, negatieve outlook (Moody's Global Credit Research, 2012a)) worden toegekend. Voor de niet geborgde activiteiten is gekozen voor een samengestelde AA-waardering, deze houdt rekening met de risico's die banken lopen en de goede relatie tussen de corporaties en de Nederlandse overheid.



Figuur 13: Financieringskosten per classificatie (Finance Ideas, 2011)

In 2009 betaalden de woningcorporaties een opslag van 41 basispunten ten opzichte van de staatsobligaties. Dat betekent de rente die de staat toen betaalde op obligaties met eenzelfde looptijd verhoogd met 0,41%. In 2008 betaalden de woningcorporaties 38 basispunten (WSW, 2009).

De stijgende spread wordt volgens het WSW (2009) verklaard door de kredietcrisis en de vlucht van institutionele beleggers naar de veiligste graad van beleggingen. Door de garantiestelling van de Nederlandse overheid is de rente ontwikkeling vooral afhankelijk van de staatsobligatiemarkt. De rente die de staat betaald op obligaties is in de huidige tijd historisch laag. Het reële rendement van een investeerder op Nederlandse staatsobligaties, gecorrigeerd voor inflatie, is negatief; de inflatie over de looptijd is hoger dan het nominale interest percentage, zie formule 3. Hier profiteren ook de woningcorporaties van. De spread kan oplopen, maar doordat de onderliggende rente afneemt en zodoende lager is, blijft de totale rente gelijk of neemt af.

$$\text{Reëel rendement} = \frac{1 + \text{rentepercentage}}{1 + \text{inflatiepercentage}}$$

Formule 5: financieringsrendement (Lusht, 1997)

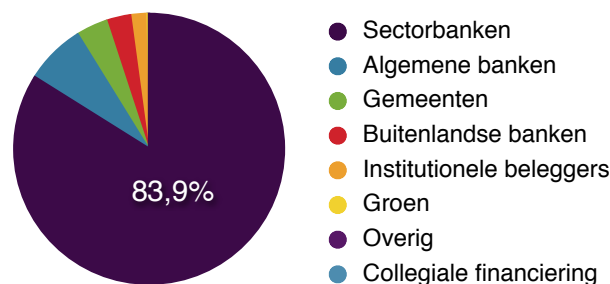
Door de keuzes die het kabinet maakt in het regeer- en woonakkoord zou volgens de modellen van het WSW in 2013 47 procent van de corporaties en in 2016 89 procent niet meer aan de kasstroomnormen voldoen (Verbraeken, 2012b; WSW, 2012e). Ortec Finance heeft berekend dat als woningcorporaties financieel gezond willen blijven, ze alle nieuwbouw vanaf 2013 moeten staken. Het CFV stelde eerder als dat het beleid desastreuze gevolgen zal hebben voor de solvabiliteit van de corporaties (Verbraeken, 2012b).

3.3. Financiers

De woningcorporaties spreken met garantie van het WSW de kapitaalmarkt aan. Hierbij bieden de hoge kredietwaardering van het WSW (triple A) en de achtervang van de staat veel zekerheid voor de financiers. In principe is het voor iedere financier mogelijk om geld beschikbaar te stellen aan corporaties met WSW borging. Echter is door de crisis de liquiditeit van de financiële markten beperkt en trekken veel beleggers zich terug. Het probleem is de waardering van de banken en hun gerelateerde funding kosten, hierdoor is het economisch alleen mogelijk voor partijen die zich goedkoper kunnen financieren dan het WSW om krediet beschikbaar te stellen, waarbij het WSW de maximaal te vragen rente de financier gelimiteerd heeft, om te voorkomen dat het WSW voor meer verplichtingen garant komt te staan dan strikt noodzakelijk is (WSW, 2013d). Dit betekent dat de maximale vergoeding voor financiers vaststaat. Afhankelijk van de fundingkosten van de financier is dus de marge te bepalen.

De banken die in de ruime meerderheid van de WSW financiering voorzien zijn de twee Nederlandse sectorbanken; Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB), zie figuur 14. Deze twee banken hebben een triple A waardering, hebben Nederlandse overheden en waterschappen als aandeelhouder en zijn statutair beperkt in hun bedrijfsvoering. Leon Knoester, hoofd Public Finance bij NWB omschreef de Waterschapsbank als volgt; "Wij zijn echt een one-trick-pony. Wij doen een dingetje. En in dat ene ding zijn we denk ik de beste, met concurrentie van de BNG. En wij doen dit met 40 man dus allemaal heel efficiënt. Dus daarin kunnen [de commerciële banken] nooit concurreren" (2013).

Deze hoge zekerheid bij de sector banken zorgt dat zij zich zeer goedkoop kunnen financieren en zodoende ook tegen een lage vergoeding krediet kunnen verschaffen. Dit is de primaire reden dat de sectorbanken WSW geborgd krediet verschaffen (Knoester, 2013; Polman, 2013). Vanwege de WSW borging en hun ervaring met het systeem van de borging zijn deze banken ook zeer efficiënt in het verschaffen van dit krediet;



Figuur 14: Aandeel WSW portefeuille naar financier (WSW, 2013b)

"Wanneer [de corporatie] financiering nodig heeft en dat gaat dan met WSW borging. Hij pakt de telefoon, hij belt ons en hij heeft in feite binnen 5 minuten [...] z'n prijs. En als die hem aanstaat [...] dan heeft [de corporatie] binnen 5 minuten bij wijze van spreken 50 miljoen of 100 miljoen aan financiering gecontracteerd. En binnen een maand kan dat op z'n rekening staan." (Polman, 2013)

"[A]ls [een corporatie] de BNG of de NWB belt is het gewoon een geldkraan die open gaat. En dan krijgen ze het binnen twee weken op de rekening. Je moet je niet voorstellen, als ik een keer zeg. Het past even niet. [...]. Nou dan is het moord en brand natuurlijk, dat hebben wij nog nooit gedaan. BNG ook nog nooit. [Voor] elke kredietvraag in Nederland, daar is altijd een prijs voor geweest. Er is geen beschikbaarheidsrisico" (Knoester, 2013).

4. Afnemend eigen vermogen

Naast dat de toegang tot de kapitaalmarkt door de huidige ontwikkelingen afneemt en hogere kosten met zich meebrengt, teren woningcorporaties ook in op hun eigen vermogen. Dit komt met name omdat hun operationele kosten sneller stijgen dan hun inkomsten (Gruis, 2011) en de mogelijkheden om het vermogen aan te vullen afnemen (Nieboer, 2009).

4.1. Verkoop van de voorraad

Investerings van woningcorporaties in sociale huurwoningen vragen een hogere investering dan volgens de door het WSW gevraagde disconteringspercentage van 5,25% (WSW, 2012b) mogelijk is. De contant gemaakte (verdisconteerde) huuropbrengsten minus de (bouw)kosten houden een residuele grondwaardesom over. Deze beschikbare som is volgens de berekening lager dan de grondprijs die gemeenten, met grondkorting, van de corporaties vragen. Het boekhoudkundig tekort wat op deze manier ontstaat heet de onrendabele top, zie formule 6.

$$\text{Verdisconteerde huuropbrengsten tegen 5,25\%} + \text{onrendabele top} = \text{Totale bouwkosten} + \text{Totale grondkosten}$$

Formule 6: Bouwkosten (Lusht, 1997)

Deze onrendabele top wordt door de corporatie aangevuld door de hierna te bespreken projectontwikkelingswinsten of door de verkoop van corporatiebezit op de vrije markt. De verkoop van woningen was de meest gebruikte methode omdat het risico beperkt is en gecombineerd met de stijgende woningmarkt waren de verkoopopbrengsten van een eengezinswoning significant hoger dan de contant gemaakte huuropbrengsten (Conijn, 2011).

Door de huidige financiële crisis waar Europa doorheen gaat is de Nederlandse woningverkoop echter ingestort. Na het piekjaar 2006 is de verkoop van woningen ieder jaar afgenomen, sinds 2008 is de verkoop verder en steiler afgenomen. Waren er in de eerste drie kwartalen van 2008 nog 137 duizend transacties in de Nederlandse woningmarkt, in dezelfde periode in 2012 waren dit er 74 duizend (CBS, 2012c, 2012d).

Naast de kwantitatieve afname is ook de prijs per transactie afgenomen. In augustus 2012 waren de prijzen acht procent lager dan een jaar eerder. De afname sinds de piekjaren 2006 en 2007 de prijsafname is zestien procent (CBS, 2012d).

Maar nog steeds is de verkoopprijs van een eengezinswoning een stuk hoger dan de boekwaarde van een corporatie woning of het potentiële huurinkomen dat de woning kan genereren (Conijn, 2011). De corporaties schrijven een woning in principe in 50 jaar af (Priemus, 2003). Met name in de grote steden staan corporatie woningen met een boekwaarde die significant lager is dan de markt- of leegwaarde van het object. Maar door de onzekerheid in de woningmarkt en de striktere hypotheekregels van de banken (Fleming, 2012; van der Molen, 2012) zijn de corporaties niet in staat om deze boekwinsten te liquideren.

De strategie van vele woningcorporaties was om het inkomen van de verkopen te gebruiken om zowel de (WSW-)leningen af te betalen als de onrendabele top van hun investeringen te financieren. Zodoende is de Nederlandse woningmarkt als geheel en met name de ontwikkeling in de regio waar de corporatie opereert van groot belang voor de financiële perspectieven van de corporatie (WSW, 2009).

4.2. Projectontwikkeling

Na de bruterings en de in het BBSH gedefinieerde toetsing achteraf zijn veel corporaties meer commerciële activiteiten gaan ontplooiën, projectontwikkeling is daar een voorbeeld van. Volgens de NEPROM (2012), zijn projectontwikkelaars de partijen in de vastgoedmarkt die in staat zijn om voor eigen rekening en voor eigen risico, vastgoed te ontwikkelen in samenwerking met consumenten, ondernemers, overheidsinstanties, architecten en aannemers.

Projectontwikkeling diende twee doelen; een strategische voorraadbeheer component en een commerciële component. Het strategische deel dient ten behoeve van het afstemmen van het bezit van de corporatie op de toekomstige vraag. Het betreft een marktgerichte, gestructureerde en transparante benadering die rekening houdt met de dynamiek op de woningmarkt, de diverse beleidsonderdelen en woningvoorraad integreert en de beleidsdoelen van de woningvoorraad specificeert (Nieboer, 2005).

Het tweede doel van de projectontwikkeling door de woningcorporaties is een commerciële. Sinds halverwege de jaren negentig zijn de verkoopprijzen van koopwoningen significant gestegen ten opzichte

van de bouwkosten (CBS, 2012b, 2012c). Dit genereerde boekwinsten die ingezet werden ten behoeve van het realiseren van de sociale en maatschappelijke doelstellingen van de corporaties (CFV, 2011b). Zoals al eerder beschreven heeft deze ontwikkeling en de daaraan gevolg hebbende uitspraak van de Europese Commissie de scheiding tussen DAEB en niet-DAEB activiteiten in gang gezet (Conijn, 2011). Dit betekende ook dat de woningcorporaties niet meer tegen lage rente konden lenen voor deze commerciële ontwikkelingen. Omdat deze ontwikkelingen tegen marktrente gefinancierd moeten worden nemen de risico's voor de corporaties ook toe.

4.3. Eigen vermogensontwikkeling

Door de gereguleerde huurprijzen is het niet mogelijk een marktconform rendement te halen op woninginvesteringen in de sociale sector (Conijn & Schilder, 2011). Daarnaast staat in het BBSH ook gedefinieerd dat de woningcorporaties sociale doelen nastreven. Met name investeringen in de leefbaarheid van wijken waar de corporatie actief is verhogen de kosten zonder dat daar een direct financieel rendement tegenover staat (Conijn, 2013).

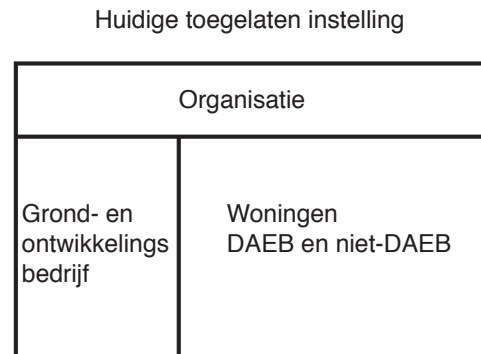
Dit tekort werd door de corporaties aangevuld met de verkoopopbrengsten en de winsten door risicodragende vastgoedontwikkeling (Nieboer, 2009). Door de splitsing in DAEB en niet-DAEB en de afnemende verkopen en prijzen in de Nederlandse woningmarkt neemt het risico voor de corporatie significant toe en de mogelijkheid om het eigen vermogen aan te vullen op een risicoarme manier af (Conijn, 2011; WSW, 2009).

Deze eigen vermogen versterkende methoden dienden om het verlies op eigen vermogen uit exploitatie te compenseren. De indexatie van de huurprijs is, net als de huurprijs zelf door de overheid gereguleerd (Spies, 2012b). Hierdoor is de groeiratio van de inkomsten beperkt.

Daarnaast zijn de jaarlijkse onderhouds- en operationele kosten van een corporatie gemiddeld fors hoger dan de gemiddelde onderhouds- en operationele kosten die een commerciële belegger heeft om een gelijksoortig object te onderhouden en beheren (Gruis, 2011). Daarnaast zijn deze kosten niet, zoals de inkomsten door de overheid gereguleerd en stijgen ze met een hoger niveau dan de huurinkomsten (Gruis, 2011). Deze combinatie van factoren zorgt ervoor dat de corporaties geld verliezen op hun bedrijfsvoering en interen op hun eigen vermogen. Dit verzwakt de positie van de sector als geheel.

5. Inrichting van het bestel

Zoals in de vorige hoofdstukken is beschreven is de context waarbinnen corporaties actief zijn snel en rigoreus veranderd. De corporaties en het bestel waarbinnen ze opereren zijn echter nog niet veranderd. De corporaties zijn toegelaten instellingen met beleidsdoelen zoals gedefinieerd in het BBSH, financiering via het WSW en toezicht door het Centraal Fonds Volkshuisvesting en het ministerie, zie figuur 15. Het voordeel van dit bestel is dat het uitvoerig getest is sinds de bruterig en ondanks de systeemfouten die erin zitten weet iedere partij waar zijn of haar verantwoordelijkheden liggen. Het nadeel is echter dat het systeem zo gereguleerd is dat de zoektocht naar alternatieven erg beperkt wordt. Het is voor corporaties wettelijk niet mogelijk om verder te kijken dan een standaard stramen van financiering.



Figuur 15: Huidige toegelaten instelling (Hereijgers, 2012)

Naast de veranderende context op nationaal niveau heeft ook de uitspraak van de Europese Commissie over de DAEB en niet-DAEB splitsing van de woningcorporaties inzake het staatssteundossier zijn invloed gehad op de organisatievorm. In de uitwerking van deze verordening door het ministerie worden de DAEB en niet-DAEB activiteiten administratief en mogelijk juridisch gesplitst (FI Academy, 2012).

Als de corporaties zich op een andere manier in het maatschappelijke en economische speelveld willen positioneren om beter om te kunnen gaan met de veranderingen en uitdagingen, zou een alternatieve organisatievorm en bijbehorend bestel een eerste stap moeten zijn. Een ander bestel kan op drie wijzen ingestoken worden.

5.1. Publiek bestel

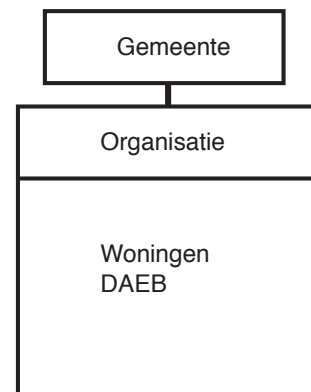
De corporaties kunnen volledig onder aansturing en eigendom van lagere overheden komen te staan. Het stelsel gaat dan terug naar het gemeentelijk woningbedrijf. Dit was eerder gedefinieerd in het regeerakkoord. Gemeentes krijgen de aansturing van corporaties in handen, waarbij gemeenten met meer dan honderdduizend inwoners extra bevoegdheden krijgen (Rutte & Samson, 2012).

Hoe dit precies ingericht moet worden is nog onduidelijk. Als de gemeentes het eigendom van de corporaties in handen krijgen, wordt de staatsschuld volgens de EMU definitie met de totale schuld van de corporatiesector verhoogd. (Rijksoverheid, 2012a; van Hoof & Tegel, 2013).

Echter, zeggenschap kan bij de gemeentes komen te liggen zonder eigendom. Het zou dan kunnen gaan om een striktere controle op de bedrijfsvoering en (des)investeringen door de betrokken gemeente. De verwachting is dat dit in de herzieningswet zal worden opgenomen (Conijn, 2013), zie figuur 16.

Als dit in combinatie met de andere maatregelen in het regeerakkoord wordt uitgevoerd en functies van een corporatie worden beperkt tot het bouwen, beheren en verhuren van sociale huurwoningen (Rutte & Samson, 2012) dan zijn er voor gemeentes nog weinig sturingsmogelijkheden. Juist in de andere prestatievelden van het BBSH zou sturing van de gemeente een grotere toevoeging kunnen bieden.

Toegelaten instelling zoals in regeerakkoord



Figuur 16: Toegelaten instelling volgens regeerakkoord (Rutte & Samson, 2012)

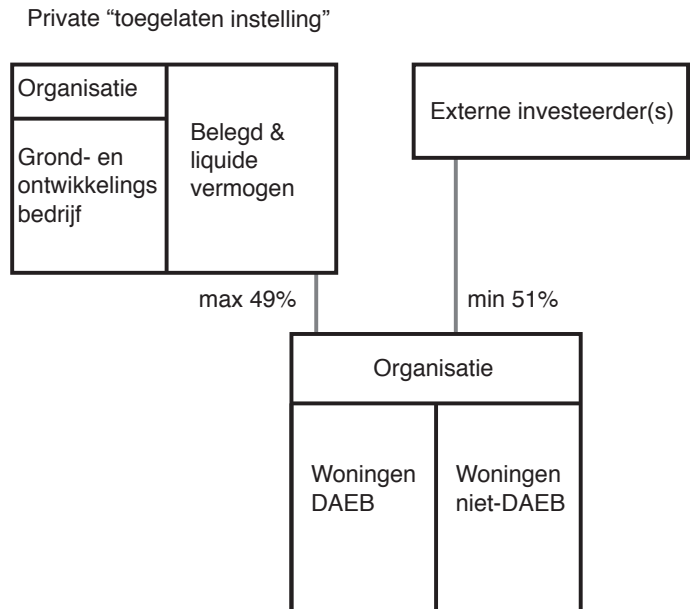
Het publieke bestel zal dus vermoedelijk een toegelaten instelling met een duidelijke gedefinieerd werkveld zijn waarbij de gemeente stringente doelen formuleert en governance voert. Dit beperkt de mogelijkheden tot alternatieve inrichting van de financiële huishouding gezien de wet stelt dat toegelaten instellingen slechts als stichting of vereniging mogen opereren. Het is ook niet toegestaan om een andere organisatie vorm na te streven (Conijn, 2013).

Dit maakt het nagenoeg onmogelijk om het eigen vermogen te versterken door het aantrekken van additionele investeerders, er zijn immers geen aandelen. Het aantrekken van vreemd vermogen zal gebeuren op de wijze waarop dat nu ook plaats heeft, al kan een andere insteek van financieren de kostenvoet van het vreemd vermogen verlagen.

5.2. Privaat bestel

De tweede optie is een volledig private oplossing voor de sociale woningbouw. Dit is al door veel mensen voorgesteld. In februari 2012 kwam het Forum for Housing and Living (FHL) met het voorstel om de toegelaten instellingen toe te staan hun vastgoed door te plaatsen naar dochter B.V.s of N.V.s en daar in het belang te verwateren door het aantrekken van externe eigen vermogensverschaffers met een belang van meer dan 50 procent, waardoor deze investeerders het vastgoed commercieel uit zouden baten (Hereijgers, 2012) zie figuur 17. Het voordeel van deze systeemverandering is dat het vastgoed commercieel wordt beheerd en het vermogen van de huidige corporaties vrijkomt uit het vastgoed en rendabel ingezet kan worden voor de sociale doeleinden. De stichting heeft dan nog een deel van het vermogen in vastgoed zitten en een dergelijk gewicht in de schaal dat het sociale doel niet uit het oog verloren raakt.

Deze vermogensverandering kan vervolgens op verschillende financiële wijzen ingestoken worden, afhankelijk van de schaal waarop het gebeurt. De schaal bepaalt met name welke wijzen van eigen- en vreemd vermogens-versterking door de dan opererende toegelaten instellingen kan worden aangesproken (Smink, 2013).



Figuur 17: Inrichting in een private context (Hereijgers, 2012)

5.3. Gecombineerd bestel

Een derde optie is een combinatie van het private en publieke bestel. Dit kan door een combinatie van de publieke en private opties. Dit kan in verschillende wegen of door de winsten in te zetten ten behoeve van de algemene middelen of een sociaal investeringsfonds.

Een laatste optie is binnen het huidige bestel een variant zoeken met een deelportefeuille. Dit is wat nu toegepast wordt voor niet-DAEB ontwikkelingen in een zogeheten verbinding (CFV, 2012d). In een dergelijke verbinding zou ook een deel van het DAEB bezit geplaatst kunnen worden waarop dan externe financiering wordt aangetrokken. Dit verkleint de tijdsspanne die nodig is om de plussen en minnen van een financieringswijze te kunnen ervaren.

6. Financiële markten

In dit hoofdstuk worden kort de relevante aspecten van de financiële markten uiteengezet om zo een duidelijk definitiekader te geven voor de verdere uitwerking van de alternatieve financieringswijzen.

Debet / Activa	Balans	Credit / Passiva
Vaste activa	Eigen vermogen	
	
Vlottende activa	Lang vreemd vermogen	
Liquide middelen	Kort vreemd vermogen	

Figuur 18: Gesimplificeerde balans (Brealey & Myers, 2000)

De balans van een onderneming ziet eruit zoals in figuur 18. Aan de linkerkant van de balans staan de bezittingen (debet) en aan de rechterzijde, hoe deze gefinancierd zijn (credit). Dit onderzoek focust zich vooral op de rechterzijde van de balans, echter de invloeden van de linkerzijde, hoe presteren de bezittingen is van grote invloed op de mogelijke financieringswijze.

6.1. Financiering

De credit zijde van de balans bestaat bij iedere onderneming uit verschillende weging van eigen vermogen en vreemd vermogen. Eigen vermogen is het geld wat de eigenaren van de onderneming geïnvesteerd hebben. Vreemd vermogen zijn alle schulden. Deze zijn onder te verdelen in lang- en kort vreemd vermogen, waarbij schulden die binnen een jaar afgelost moeten worden kort vreemd vermogen zijn en alle langer lopende verplichtingen zijn lang vreemd vermogen. De maatstaf voor de verhouding tussen eigen- en vreemd vermogen is de solvabiliteit (formule 7).

$$Solvabiliteit = \frac{\text{totaal eigen vermogen}}{\text{totaal vermogen}}$$

Formule 7: Solvabiliteit (Brealey & Myers, 2000)

Omdat corporaties in het huidige bestel geen eigenaar hebben, zie ook figuur 6 in het vorige hoofdstuk, is het eigen vermogen bij corporaties op dit moment de totale waarde van de debet zijde minus het totale vreemd vermogen. Het verschil is het eigen vermogen van de stichting, dit komt ten goede aan de stichting en mag niet uitgekeerd worden.

Eigen vermogensverschaffers kunnen op verschillende manieren in vastgoed investeren. Dit kan direct, de investeerder koopt bezit van de corporatie op en neemt dat zelf als actief op de balans. De investeerder investeert dan in direct privaat vastgoed.

Direct vastgoed		Indirect vastgoed	
Privaat vastgoed		Publiek vastgoed	
Direct privaat (direct)	Indirect privaat (niet genoteerd)	Publiek (genoteerd)	

Figuur 19: Direct en indirect vastgoed (Geltner, 2007)

Corporaties hebben hier ervaring mee door complexgewijze verkoop aan beleggers of uitponden aan particulieren. Een andere allocatie kan zijn dat de investeerder niet alleen de stenen aanschaft, maar zijn geld beschikbaar stelt aan een vastgoed-fonds om te investeren, in ruil hiervoor ontvangt de investeerder aandelen of participaties in het fonds, zie figuur 19. Het model

zoals hier door corporaties gebruikt zou kunnen worden is weergegeven in figuur 8 in het vorige hoofdstuk. Als de investeerder investeert in een privaat, niet beursgenoteerd fonds is het indirect privaat vastgoed. Als het fonds een beursnotering heeft is het publiek oftewel genoteerd vastgoed.

6.2. Rendementen

De debet zijde bepaalt het verdienvermogen van de onderneming. Bij corporaties bestaat het merendeel van de balans uit het vastgoed wat beheerd wordt. Vastgoed heeft twee typen verdien vermogen. Dit is het directe en het indirecte rendement. Het directe rendement (formule 8) is de opbrengst minus de kosten, zie ook formule 1. Dit is cashrendement en komt dus terug in de kasstromen.

$$\text{Direct rendement} = \frac{\text{netto inkomen uit exploitatie}}{\text{Waarde begin van het jaar}}$$

Formule 8 : Direct rendement (Brueggeman & Fisher, 2010)

Het indirecte rendement is de waardeontwikkeling van het vastgoed (formule 9). Dit is een vermogensrendement, dat betekent dat het geen kasstromen of cash genereert maar invloed heeft op het balanstotaal. De som van beide rendementen vormt het totaal rendement.

$$\text{Indirect rendement} = \frac{\text{Huidige waarde} - \text{waarde begin van het jaar}}{\text{Waarde begin van het jaar}}$$

Formule 9: Indirect rendement (Brueggeman & Fisher, 2010)

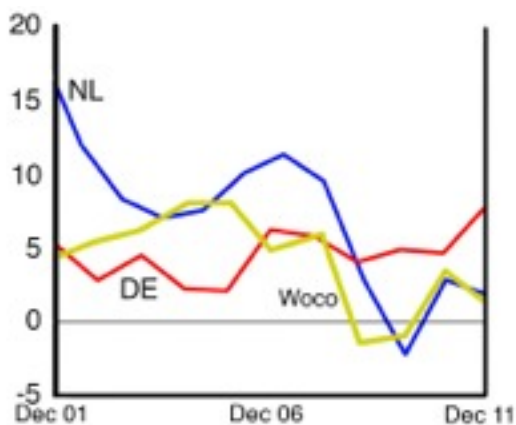
6.3. Internationale vergelijking

Corporaties hebben de afgelopen drie jaar met een gemiddeld rendement van 1,4 procent (IPD, 2012b) een beter totaal rendement gerealiseerd dan de institutionele vastgoedbeleggers. Hierbij was het directe rendement 1 procent lager dan vrije sector rendementen (3,1 om 4,1 procent), maar de totale waardeontwikkeling minder negatief is (-1,4 om -2,7 procent) (IPD, 2012b, 2012c).

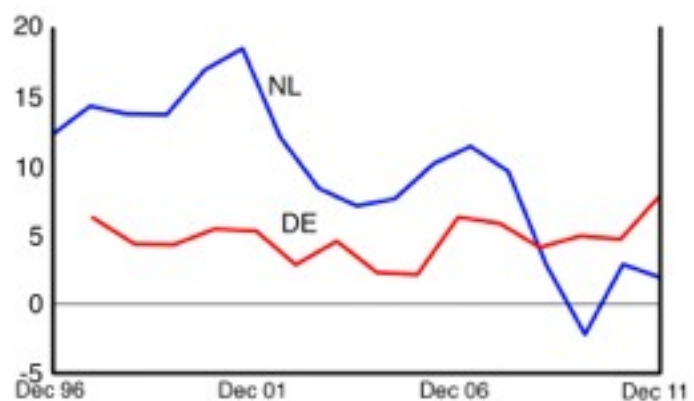
In een internationaal perspectief is het een feit dat residentiële beleggingen in Nederland minder renderen dan Duitse woninginvesteringen doen van groot belang. Rendementscijfers uit de IPD Annual Property Index (2012a) tonen dat residentiële beleggingen de afgelopen drie jaar in Duitsland een gemiddeld rendement haalden van 5,9 procent terwijl woningbeleggingen in Nederland gemiddeld slechts 0,9 procent opbrachten, zie figuur 20.

Als deze rendementen uitgesplitst worden, blijkt dat het grote verschil zit in de waardeontwikkeling van de panden. Het direct rendement, het rendement van de exploitatie verschilt in 2011 maar 50 basispunten, het merendeel van het verschil wordt dus verklaard door de recente prijsontwikkelingen in de woningmarkt; het indirecte rendement.

Ook dit is terug te zien, want het rendement over 10 jaar, dus sinds 2001, is in Nederland gemiddeld 130 basispunten hoger (IPD, 2012c) en dit verschil kan door de prijsontwikkelingen op de woningmarkt verklaard worden, zie figuur 21.



Figuur 20: Vastgoedrendement Duitsland - Nederland en corporaties (IPD, 2012a, 2012b, 2012c)



Figuur 21: Vastgoedrendement Duitsland - Nederland (IPD, 2012a, 2012c)

6.4. Kredietwaardering





Stadgenoot en De Alliantie zijn de eerste twee corporaties die een krediet waardering hebben aangevraagd. De reden hiervoor is dat deze corporaties uit het oog van een gediversifieerd treasury beleid streven naar een gebalanceerde financieringsmix. Om zelfstandig ongeborgd geld op te kunnen halen is de krediet waardering een internationaal bekende methode om de kredietwaardigheid aan te tonen (Doomen, 2012; Santos, 2013).

Internationaal zijn er drie rating agency's. Dit zijn Moody's, Standard & Poor's en Fitch Ratings. Deze partijen geven kredietwaarderingen aan financiële producten, bedrijven en overheden. De beste waardering is triple A, deze wordt toegekend aan partijen of producten waarbij het risico op wanbetaling zeer klein is. Dit loopt af

naar C of D voor partijen in faillissement waarbij de kans dat de aandeelhouder en/of kredietverlener geld terug krijgt uitermate gering is (tabel 9).

De losse ratings zijn in twee klassen op te delen; Investment grade en Speculative grade. Zoals de namen al aangeven, is de eerste categorie een meer solide investering met een lager risico profiel. De Speculative grade kent een veel groter kredietrisico. Sommige institutionele beleggers zijn statutair beperkt tot investment grade investeringen. Het aanbod is dan ook hoger voor de partijen met een hogere kredietwaardering.

Het WSW heeft net als de Nederlandse overheid een triple A waardering. De beide corporaties hebben een dubbel A waardering. Dit betekent dat het financieel zeer stabiele partijen zijn, waar financiers maar een laag wanbetalingsrisico lopen.

Klasse	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Investment grade			
Hoogste kwaliteit	 Aaa	 AAA	AAA
hoge kwaliteit	 Aa	 AA	AA
boven gemiddelde kwaliteit	A	A	A
gemiddelde kwaliteit	Baa	BBB	BBB
Speculative grade			
Speculatief met redelijk kredietrisico	Ba	BB	BB
Speculatief met substantieel kredietrisico	B	B	B
Speculatief met hoog kredietrisico	B	CCC	CCC
Speculatief met zeer hoog kredietrisico	Caa	CC	CC
Tegen faillissement aan	Ca	C	C
Failliet zonder aanwezige kans op doorstart	C	D	D

Tabel 9: Rating classificaties (Fitch Ratings, 2013; Moody's, 2013; Standard & Poor's, 2013) Binnen de investment grade classificatie is een subindeling van 3 niveau's per klasse mogelijk. Ook de outlook, de verwachte ontwikkeling heeft 3 mogelijkheden; positive, stable, negative.

Alle bedrijven en landen worden op de voor hun relevante criteria beoordeeld. Bij Moody's zijn er zes primaire criteria aan de hand waarvan de krediet rating van een vastgoedinvesteringsbedrijf wordt bepaald. Dit zijn de liquiditeit en financieringsmogelijkheden; de verhouding eigen- en vreemd vermogen en kapitaalstructuur; marktpositie en kwaliteit van het bezit; winstgevendheid en duurzaamheid van de kasstromen; interne operaties en externe operaties (Moody's, 2013).

Bij Standard's & Poor beoordelen ze op de volgende criteria; marktrisico's; diversiteit en operationele stabiliteit; kwaliteit van het bezit; de marktpositie en de uitvoering van de operationele en financiële strategie (Fitch Ratings, 2013).

Deze criteria tonen aan dat de rating van de corporaties voor een groot deel gebaseerd is op de staatsgarantie via de achtervang. Want een vergelijking tussen de corporaties en commerciële beleggers toont niet aan dat de corporaties een betere operationele capaciteit of kapitaalstructuur hebben. Het primaire verschil is de achtervang, echter moet je de vraag stellen of deze achtervang ook voordeel biedt voor de financier die ongeborgde financiering verstrekt. Gezien de positie van het WSW en de clausules in het reglement van deelname van het WSW lijkt dit een onterechte aanname.

Het verkrijgen van een rating vergt de nodige inspanningen van de vragende partij en duurt gemiddeld drie maanden. Voor corporaties geldt dat alle relevante (historische) financiële informatie vertaald zal moeten worden en voldoen aan de internationale standaarden. Door middel van een presentatie voor de agency over het bedrijfsrisico en financieel risico en bestudering van de documenten velt de agency het oordeel

(Doomen, 2012). Hierbij kijken ze onder andere naar jaarverslagen van de afgelopen jaren, de meerjarenbegroting, rapportages, treasury beleid, statuten, financiering en de relevante wet- en regelgeving (Aeilkema, 2013).

De agency's vragen hier een vergoeding voor, zie tabel 10. Bij Stadgenoot is de ervaring dat de lagere financieringslasten deze kosten goed maken (Santos, 2013).

Vergoedingen rating agency's	
Vergoeding vooraf	€ 57.750 - € 92.500
Jaarlijkse vergoeding	€ 50.000 - € 92.500
Vergoeding per gewaardeerde uitgifte	4,95 bps bij S&P
	5,00 bps bij Moody's
	4,95 bps bij Fitch

Tabel 10: Vergoeding rating agency's (Canwell & Orman, 2011)

Naast de directe kosten vergen de inspanningen die de corporatie moet verrichten om te voldoen aan de gevraagde standaarden ook de nodige kosten. Deze zullen in de overweging mee moeten worden genomen.

7. Financiële en bedrijfsmatige beoordelingscriteria

Om de vergelijking tussen verschillende financieringswijzen te kunnen maken is meer noodzakelijk dan alleen het verschil in rendement te weten. De andere twee belangrijke categorieën zijn de risico's en consequenties voor toekomstige investeringen. De risico's worden bepaald aan de hand van de financiële en bedrijfsmatige veranderingen voor een woningcorporatie die het gevolg zijn van de financieringswijze die gekozen is.

Onder de financiële criteria vallen de rendementen per vermogenscategorie, de diepte van de markt, de schaalbaarheid en de solvabiliteit van de corporatie. Deze zijn gebaseerd op literatuurstudie (Brealey & Myers, 2000), interviews (Smink, 2013) en onderzoek naar de financiering van zorginstellingen (Diepstraten & Schweitzer, 2012).

De criteria die het bestel omvatten zijn de risico's voor het volkshuisvestelijk vermogen, de mogelijkheid om de doelgroep te huisvesten en de consequenties voor toekomstige investeringen. Deze criteria zijn afgeleid van het BBSH (Donner, 2005) en de criteria waar het CFV op beoordeelt (CFV, 2012b).

Het derde type criteria omvat het bestuur van de corporatie en bestaat uit kennis, zeggenschap en toezicht en wetgeving. Deze criteria zijn gebaseerd op eerder onderzoek (Diepstraten & Schweitzer, 2012) literatuurstudie (FNV Formaat, 2012; Holterman, 2012) en interviews (Zachariasse, 2013).

Het vierde type criteria is gerelateerd aan de kosten en tijd die benodigd zijn om de organisatie op het niveau te krijgen om te voldoen aan de eisen die gesteld kunnen worden bij specifieke financieringswijzen. Deze criteria zijn afgeleid van interviews (Cramer & Hoppenbrouwers, 2013; Smink, 2013).

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving
Diepte van de markt	Transitie periode
Schaalbaarheid	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Tabel 11: Beoordelingscriteria

7.1. Rendement op vreemd vermogen

Het rendement dat de schulders vraagt als vergoeding voor het beschikbaar stellen van het vermogen. Een hoger rendement op vreemd vermogen komt ten goede aan de financier en niet aan de woningcorporatie. Zodoende is een hoger rendement op vreemd vermogen een negatief criterium.

$$\text{Rendement op vreemd vermogen} = \frac{\text{totaal aan interest betalingen}}{\text{gemiddeld beschikbaar vermogen gedurende het boekjaar}}$$

Formule 10: Rendement op vreemd vermogen (Brealey & Myers, 2000)

7.2. Totaal rendement op vermogen

De ratio tussen het inkomen en de totale activa (Brealey & Myers, 2000). Het totaal rendement geeft inzicht in de efficiëntie van het geïnvesteerde kapitaal, zowel eigen- als vreemd vermogen. Een hoger totaal rendement betekend een hogere efficiëntie graad van het vastgelegde vermogen en is dus een positief criterium.

$$\text{Rendement op totale activa} = \frac{\text{Verdiensten voor belastingen en rente - rente}}{\text{gemiddelde waarde activa gedurende het boekjaar}}$$

Formule 11: Rendement op vreemd vermogen (Brealey & Myers, 2000)

7.3. Rendement op eigen vermogen

De ratio tussen de netto winst en het totale eigen vermogen (Brealey & Myers, 2000). Hierbij is als stelregel genomen dat een hoger rendement op eigen vermogen de financiële positie van de onderneming verbeterd en dus als positief beoordeeld wordt.

$$\text{Rendement op eigen vermogen} = \frac{\text{Verdiensten beschikbaar voor aandeelhouders}}{\text{gemiddeld geïnvesteerd eigen vermogen gedurende het boekjaar}}$$

Formule 12: Rendement op vreemd vermogen (Brealey & Myers, 2000)

7.4. Diepte van de markt

De totale beschikbaarheid van het vermogen (Smink, 2013). Dit hangt samen met de liquiditeit van de markt en beschikbaarheid. In meer liquide markten is de diepte groter en neemt de beschikbaarheid van vermogen ook toe.

7.5. Schaalbaarheid

De schaalbaarheid van de financieringswijze is relevant om deze financieringswijze ook op de lange termijn houdbaar te houden, bij een grotere schaal. Bij een beursgang is dat duidelijk; Het merendeel van de beursgangen in 2012 zijn gekomen vanuit toevoegingen van nieuwe woningen. Het gaat dan om een uitbreiding van het aandelenkapitaal om expansie te financieren (Smink, 2013).

“[Voor] elke kredietvraag in Nederland, is altijd een prijs voor geweest. Er is geen beschikbaarheidsrisico.” (Knoester, 2013). Dus zolang een corporatie binnen het faciliteringsvolume van het WSW blijft kan er onbeperkt vreemd vermogen worden aangetrokken.

7.6. Solvabiliteit

"Het eigen vermogen in procenten van het totale vermogen (balanstotaal) ultimo het boekjaar" (CFV, 2013). Hier wordt gebruik gemaakt van de solvabiliteit aan de hand van de marktwaarde in verhuurde staat om een vergelijking tussen de verschillende methodieken te kunnen maken zonder dat de wijze van financiering de waarde van het vastgoed beïnvloed zoals bij de disconteringsvoet van het WSW wel het geval is.

7.7. Structurele kosten

De kosten gerelateerd aan de financieringswijze, anders dan rente of dividend (Kaserer & Schiereck, 2007). bijvoorbeeld de kosten voor een beursnotering of de kosten gerelateerd aan de rapportage.

7.8. Eenmalige kosten

Kosten gerelateerd aan de transitie (Kaserer & Schiereck, 2007). Bijvoorbeeld de kosten voor het aantrekken van een rating, de kosten voor een investeringsmemorandum en de kosten van een roadshow langs beleggers.

7.9. Kennis

Toevoegen van specifieke kennis om processen en kwaliteit van zowel de bedrijfsvoering als de interne checks en balances te verbeteren (Diepstraten & Schweitzer, 2012)

7.10. Zeggenschap

Op dit moment is in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek het bestuursmodel verankerd. In 2012 is er een wetsvoorstel door de kamer aangenomen dat na invoering de mogelijkheid biedt voor een vennootschap om

naast de huidige two-tier model een one-tier bestuursvorm te gebruiken. In een one-tier model hebben uitvoerende bestuurders en niet-uitvoerende bestuurders beide zitting (FNV Formaat, 2012; Holterman, 2012). De tweede mogelijkheid biedt sterkere controle vanuit de commissarissen, die dan ook zitting hebben in het bestuur.

Bij een gewijzigde verhouding van investeerders en eigenaren kan het zijn dat deze investeerder als voorwaarde voor het ondersteunen van het beleidsplan van de woningcorporatie, een sterkere positie in het toezicht verlangt om voor zijn belang te waken. Dit beperkt de bestuurlijke zelfstandigheid van de corporatie. Daarnaast kan ook het toezicht door externe toezichthouders van buiten de sector afhankelijk van de financieringswijze ook toenemen.

Bij financiering met vreemd vermogen krijgt de bank zeggenschap als de woningcorporatie door de convenanten zakt. Zolang aan de gestelde kaders wordt voldaan hebben vreemd vermogensverschaffers geen invloed op de bedrijfsvoering. Mocht dat niet meer het geval zijn, hebben financier en corporatie de volgende mogelijkheden; het convenant kan aangepast worden, de huurpenningen kunnen verpand worden of kredietverschaffer kan het krediet opzeggen door of directe terugbetaling te eisen of het vastgoedobject dat als onderpand dient te verkopen op de vrije markt (Brueggeman & Fisher, 2010; Polman, 2013).

7.11. Toezicht en wetgeving

De eventuele beperking die een financieringswijze oplegt aan de toezichthouder is een criterium waar rekening mee gehouden moet worden. Als ingrijpen van de toezichthouder wordt gezien als een credit event en de financiering kan direct worden opgeëist is dit zo een beperking van de toezichthouder dat deze financieringswijze niet kan worden toegepast (Zachariasse, 2013). Voor derivaten is dit al wettelijk vastgelegd (Spies, 2012a). Ook het WSW kijkt naar clausules in de contracten voor een eventueel commercieel krediet wordt toegestaan (Kroeze, 2013).

7.12. Transitie periode

De tijd die het kost om de organisatie en verslaglegging op het benodigde niveau te brengen om in aanmerking te komen voor financiering via de gewenste methode (Cramer & Hoppenbrouwers, 2013; Smink, 2013).

7.13. Risico volkshuisvestelijk vermogen

Het "volkshuisvestelijk vermogen bestaat uit het eigen vermogen op basis van een (nadere) waardering van alle balansposten plus de overige voorzieningen, de voorziening onderhoud en de egalisatierekening en minus de immateriële vaste activa." (CFV, 2013) Het risico wat hier op kan treden is dat door verkoop of overfinanciering het netto vermogen van de sector als geheel daalt en het vastgoed niet langer ten goede komt aan de sociale doelstellingen van de woningcorporatie.

7.14. Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep

Dit is terug te leiden op de betaalbaarheid van het vastgoed; de doelgroep is in het BBSH gedefinieerd als "woningzoekenden die een zodanig rekeninkomen [...] genieten, dat zij een beroep kunnen doen op huursubsidie [...] dat wil zeggen de financiële bijdragen krachtens die wet [...] ter tegemoetkoming in de kosten van het huren van een woning [...]. In het Huisvestingsbesluit en het Bbsh wordt onder huur verstaan de huurprijs die bij huur en verhuur is verschuldigd voor het enkele gebruik van een woonruimte." (Donner, 2005 p. 41). Hoe het effect van de financieringswijze doorwerkt op het huisvesten van de doelgroep wordt bepaald door de mogelijke rendementseisen, verkoopopbrengsten en kostenreductie die gerealiseerd kunnen worden waardoor met een betaalbare huur zoals gedefinieerd toch afdoende omzet kan worden gegenereerd.

7.15. Ruimte voor toekomstige investeringen

Woningcorporaties hebben de "opdracht tot het uitbreiden van het woningbestand op een zodanige wijze, dat aan [de mogelijkheid tot het huisvesten van de doelgroep] kan worden voldaan. Dit kan zowel geschieden door het bouwen van woningen met een huurprijs die beneden de [aftoppings]grens ligt, als door het bouwen van woningen met een wat hogere huur, zodat door middel van doorstroming naar die woningen de bestaande woningen met een lage huur vrijkomen voor de huurders met smallere beurzen." (Donner, 2005 p. 41). Wettelijk gezien zijn corporaties dus verplicht te investeren. Hoe het effect van de financieringswijze doorwerkt op de ruimte voor toekomstige investeringen hangt af van de mogelijke rendementseisen, verkoopopbrengsten en kostenreductie.

8. Mogelijke financieringswijzen

De huidige ontwikkelingen in de corporatiesector, dwingen de corporaties om verder te kijken dan de nu gebruikelijke methoden om zich te financieren en de zoektocht naar alternatieve financieringswijzen te starten. Deze alternatieven zijn geïnventariseerd en getoetst door interviews met experts uit het werkveld en literatuur onderzoek, met name de boeken *Real Estate Debt Finance* door M. A. Hines (1987) en *Real Estate Finance and Investments* door W. Brueggeman en J. Fisher (2010). Deze boeken geven een overzicht van de meest gebruikte methodes om vastgoed te financieren.

De belangrijkste scheiding tussen de methoden is of het eigen- of vreemd vermogen betreft. Eigen vermogen is risicodragend kapitaal wat geïnvesteerd wordt in het bedrijf, in ruil daarvoor krijgt de investeerder deels eigendom van het bedrijf. De eigenaren zorgen voor de inbreng van het eigen vermogen en accepteren het risico op een negatieve rendementsontwikkeling. Echter maken zij ook aanspraak op de surplussen die ontstaan bij boven gemiddelde prestaties (Broeders, Chen, & Koos, 2011).

Vreemd vermogen zijn de verplichtingen of schulden die een bedrijf heeft. Vreemd vermogensverschaffers maken geen aanspraak op het eigendom of de bedrijfsvoering zolang de verplichtingen nagekomen worden (Brealey & Myers, 2000).

In dit hoofdstuk worden alle mogelijke financieringswijzen (tabel 12) kort toegelicht. Per alternatief wordt aan het einde van het hoofdstuk weergegeven of deze methode geschikt wordt geacht voor verdere uitwerking of dat op basis van een of meerdere veto-criteria deze methode ongeschikt wordt geacht voor de corporatiesector. Als de financieringswijze een reële mogelijkheid is, wordt deze in het volgende hoofdstuk verder uitgewerkt.

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
Genoteerd woningfonds;	Geborgde WSW Lening;
Beursgang van een corporatie	Rijkslening;
Niet genoteerd woningfonds;	Hypothecaire financiering;
Pensioenfondsen.	Banklening;
Verzekeraar	Obligatie uitgifte;
Private equity fondsen	Mezzanine;
Familie huizen	Social Impact bond;
Vastgoed CV	Pfandbrief;
	Pensioenfonds & verzekeraar;
	Onderlinge waarborgmaatschappij.
	Sale and lease back
	Familie huizen.

Tabel 12: Alternatieve financieringswijzen

8.1. Eigen vermogen

Gerangschikt op diepte van de markt;

8.1.1. Genoteerd woningfonds

Een genoteerd woningfonds heeft een beursnotering. De diepte van de markt en het aantal investeerders is praktisch onbeperkt bij een liquide aandelenhandel. De beurs is toegankelijk voor zowel nationale als internationale spelers, door deze brede basis kan er ook snel opgeschaald worden via emissies (Smink, 2013). Om te voldoen aan de eisen gesteld aan een beursnotering zal de corporatie een transitie moeten doormaken, hierbij moet zowel tijd als geld in de organisatie worden geïnvesteerd.

Voor de omvang van een woningfonds is een zekere omvang van het bezit nodig als inbreng in het fonds. Niet alle corporaties hebben een dergelijke grote bezitsbasis. Het samenvoegen van (het bezit van) meerdere corporaties in een fonds kan deze kwestie beperken en biedt tevens de mogelijkheid om te voorkomen dat alleen de "pareltjes" naar de beurs gaan en de sector zowel kwantitatief als kwalitatief verkleind.

Het ophalen van liquide middelen door het uitgeven van aandelen versterkt de financiële positie omdat het gebruikt kan worden voor het aflossen van vreemd vermogen wat de solvabiliteit verbeterd of het aanwenden van het vermogen voor investeringen.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	++	Transitie periode	--
Schaalbaarheid	++	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	++	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten	-	Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten	-		

Een genoteerd woningfonds heeft voldoende schaal om zowel de financiële markten als de corporatiesector te bedienen en biedt structurele verbeteringen voor de financiële situatie van de woningcorporatie.

8.1.2. Beursgang van een corporatie

De beursgang van een individuele corporatie heeft voor de kostenstructuur en financiële mogelijkheden eenzelfde positie als een genoteerd woningfonds. Het bepalende verschil is de omvang die gerealiseerd kan worden.

Kempen & Co (2013) heeft een rapport uitgebracht met daarin een overzicht van alle 59 genoteerde vastgoedfondsen die actief zijn in Europa. Uit het rapport valt af te leiden dat het gemiddelde geïnvesteerde kapitaal van een genoteerd fonds bijna € 8 miljard is. Van de Nederlandse corporaties hebben 13 een grotere kapitaalspositie dan de mediaan van de genoteerde fondsen. Dit is een beperkt deel van de totale corporaties, zodoende dat beursgangen van individuele corporaties met voldoende kapitaalsbezit om dit te realiseren geen oplossing kunnen vormen voor de sector. De schaalbaarheid van de individuele corporaties vormt de beperkende factor.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	++	Transitie periode	--
Schaalbaarheid	--	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	++	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten	-	Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten	-		

Wegens de relatief beperkte omvang van de corporaties is een beursgang niet geschikt als financieringswijze omdat de corporaties de omvang ontberen om de financiële markt op te kunnen.

8.1.3. Niet genoteerd woningfonds

De opzet en systeemverandering van een niet genoteerd woningfonds zijn identiek aan die van een genoteerd fonds. Echter zal een niet genoteerd fonds niet openbaar verhandeld worden maar worden participaties in het fonds onderhands verhandeld. Het voordeel van een niet genoteerd fonds is dat het beter in staat is, om met toestemming van de aandeelhouders, een langere termijn structuur na te streven terwijl veel beursfondsen op kwartaalbasis worden afgerekend. Het nadeel van een niet-genoteerd fonds is dat er door het beperkt aantal participanten meer invloed uitgeoefend kan worden op de bedrijfsvoering en dat de schaalbaarheid van het eigen vermogen afneemt.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	+	Transitie periode	--
Schaalbaarheid	+	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	++	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten	-	Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten	-		

Een niet genoteerd woningfonds heeft voldoende schaal om zowel de financiële markten als de corporatiesector te bedienen en biedt in mindere mate dan een notering structurele verbeteringen voor de financiële situatie van de woningcorporatie. Een niet-genoteerd fonds is qua tijdsfocus wel meer in lijn met de langjarige investeringen van de corporaties.

8.1.4. Pensioenfondsen

Pensioenfondsen zijn non-profit instellingen met als doel, tegen zo laag mogelijke kosten voor deelnemers (werknemers) en sponsors (werkgevers) een levenslang inkomen vanaf pensionering te voorzien gebaseerd op salaris, gewerkte jaren en een vastgestelde index (Broeders et al., 2011).

In totaal hebben pensioenfondsen in 2012 een belegd vermogen van € 981 miljard, waarvan slechts € 9 geïnvesteed in direct vastgoed (DNB, 2012). Deze fondsen zoeken de goede allocatie om te diversifiëren en vanwege investeringen in het verleden zijn veel pensioenfondsen al oververtegenwoordigd in Nederlands vastgoed (Smink, 2013). De pensioenfondsen opereren en investeren internationaal en aan de hand van internationale vergelijkingen bepalen waar ze additioneel vermogen alloceren. De politiek zet de fondsen echter onder druk om meer te investeren in Nederland.

Omdat het hier om een investering gaat zal ook bij deze financieringswijze aan de eisen van een investeerder moeten worden voldaan en nemen zowel de solvabiliteit als ruimte voor investeringen toe.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	-	Transitie periode	-
Schaalbaarheid	+	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	++	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten	-	Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten	-		

Pensioenfondsen staan onder politieke druk om meer in Nederland te investeren, de lange termijnfocus en lage risico's bij een corporatie maken dit een mogelijke investeringsoptie.

8.1.5. Verzekeraar

Investeren in vastgoed is aantrekkelijk voor verzekeraars gezien de aan inflatie gerelateerde kasstromen en lange exploitatie horizon. Waar banken naar aanleiding van de financiële crisis te maken krijgen met striktere regelgeving in de vorm van Basel III, wordt voor verzekeraars ook het wettelijk kader voor de toezichthouder versterkt, dit gebeurt met de invoering van Solvency II in 2014. Het doel van Solvency II is het afhankelijk maken van de kapitaalreserves van de specifieke risico's waar de verzekeraar mee te maken krijgt. De kapitaalseisen worden gespecificeerd naar kwantificering, management en transparantie van de risico's (Pijnenburg, 2011).

Het gevolg van het afhankelijk maken van de risico's per beleggingscategorie is dat het kapitaalsbeslag per categorie ook zal veranderen. Voor direct vastgoed en indirect niet-genoteerd vastgoed wordt het verplichte reserve kapitaal 25 procent van de marktwaarde van de belegging. Bij indirecte genoteerde vastgoedinvesteringen met vreemd vermogensinbreng loopt de verplichte reserve op tot 39 of 49 procent afhankelijk van de hoeveelheid vreemd vermogen (Pijnenburg, 2011; PWC, 2011). Dit betekent dat het rendement op het geïnvesteerde vermogen zo hoog moet zijn dat de reserves gecompenseerd moeten worden, dit heeft invloed op de kasstroom die met het vastgoed gerealiseerd moet worden.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen	++	Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt		Transitie periode	
Schaalbaarheid		Risico volkshuisvestelijk vermogen	++
Solvabiliteit		Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	-
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

Door de regelgeving zijn rendementen vereist die met sociaal bezit niet te realiseren zijn, dit brengt de volkshuisvestelijke component in gevaar, zodoende valt deze financieringswijze af.

8.1.6. Private equity fondsen

Private equity fondsen zijn private investeringsmaatschappijen. Een private equity fonds koopt bedrijven op om door middel van reorganisaties, verkoop van overbodige (niet core-business gerelateerde) onderdelen en het verbeteren van de operaties en management het bedrijf te verbeteren. Als de verbetering en succes is verkoopt het private equity fonds het bedrijf door het of naar de beurs te brengen of onderhands door te verkopen (Brealey & Myers, 2000).

Deze private equity investeringen hebben een beperkte termijn, tien jaar of korter. Binnen tien jaar worden de investeringen weer verkocht en de winsten gedistribueerd onder de beherende en stille vennoten. Vanwege het hoge risico en de korte beleggingshorizon werken deze fondsen met rendementseisen voor het eigen vermogen van rond de 20 procent (Zachariasse, 2013).

In Duitsland zijn in de eerste en tweede helft van het vorige decennium veel door de deelstaten of corporaties beheerde portefeuilles verkocht aan veelal Amerikaanse private equity partijen (Scott, 2013; Smink, 2013). In 2012 zijn 13 van deze fondsen via een beursintroductie verkocht (Smink, 2013). In 2013 gaan onder andere het aan Goldman Sachs geaffilieerde fonds LEB Immobiliën naar de beurs met een verwachte opbrengst van 1 miljard euro (Reuters, 2013; Scott, 2013). In Duitsland zijn de ervaringen van private equity gemengd. Het bleek erg moeilijk om de huurverhogingen door te voeren (Smink, 2013) en de investeringshorizon van private equity is niet in overeenstemming met die van een corporatie.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	--
Rendement op eigen vermogen	++	Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt		Transitie periode	
Schaalbaarheid		Risico volkshuisvestelijk vermogen	++

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

De werkwijze, tijdschhorizon en rendementseisen van private equity partijen zijn niet in lijn te brengen met corporatie doelstellingen, zodoende valt deze financieringswijze af.

8.1.7. Familie huizen

Familiehuizen zijn de investeringsfondsen van rijke private personen of families. Familiehuizen zouden bereid kunnen zijn om te investeren in een woningcorporatie. Maar de diepte van de markt is, ondanks de substantiële bedragen die op tafel gelegd kunnen worden, te klein om een sectorbrede oplossing te vormen (Smink, 2013). Er is in deze sector weinig regulering en toezicht. Deze oplossing is op een kleine schaal toe te passen, in onderhandse investeringen van een familie huis in een zelfstandige corporatie. Deze beleggers zijn met name opzoek naar waardevastheid met een acceptabel rendement (Smink, 2013).

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving
Diepte van de markt --	Transitie periode
Schaalbaarheid --	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Door de beperkte omvang van deze fondsen zijn ze niet geschikt als grootschalige oplossing voor de sector, zodoende valt deze financieringswijze af.

8.1.8. Vastgoed CV

Een vastgoed CV heeft dezelfde structuur als een participatie in een private equity partij, de investeerders zijn stille vennoten die kapitaal inbrengen en de CV wordt bestuurd door een actief venoot, vaak een professionele aanbieder van vastgoedinvesteringen. Omdat in een CV particuliere beleggers kunnen investeren heb je te maken met de strikte regulering van de AFM, de AFM controleert fondsen waar ingestapt kan worden met minder dan 50.000 euro, bij een hogere inleg is de controle minder strikt. Er zijn mogelijkheden op kleine schaal, de beleggers zijn met name opzoek naar zekerheid; waardevast met een acceptabel rendement, maar door de complexiteit van de sociale verhuursector en de regelgeving zal de kennis ontoereikend zijn. Wegens schaalbaarheid en diepte van de markt niet geschikt voor de sector als geheel.

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis -
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap -
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving -
Diepte van de markt --	Transitie periode
Schaalbaarheid --	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Door de beperkte omvang van deze fondsen en de toename van het toezicht zijn ze niet geschikt als grootschalige oplossing voor de sector, zodoende valt deze financieringswijze af.

8.2. Vreemd vermogen

Gerangschikt op diepte van de markt;

8.2.1. Geborgde WSW lening

Het WSW garandeert de leningen van de woningcorporaties. Deze betalen hierdoor een lager rentepercentage dan het geval zou zijn als ze met de huidige bedrijfsvoering ongeborgde financiering zouden aantrekken. De door het WSW geborgde leningen worden bijna geheel ($\pm 90\%$) verstrekt door twee Nederlandse sectorbanken. Om de leningen te borgen beschikt het WSW over een eigen vermogen van ongeveer € 477 miljoen (eind 2011) dat dient als eerste achtervang mocht een woningcorporatie wanbetalen op de lening. Mocht een woningcorporatie niet kunnen voldoen aan de verplichtingen kan het WSW naast het kasgeld ook nog een bijdrage eisen van de participerende corporaties wat het totaal beschikbaar vermogen op € 3,2 miljard brengt (WSW, 2012g). Mocht een corporatie niet aan de betalingsverplichting voldoen kan de financier de leensom en nog te ontvangen rentebetalingen via het WSW teruggeisen (ten Cate, 1998; WSW, 2012f). Het WSW heeft dan een vordering op de corporatie die van de steun gebruik heeft gemaakt (WSW, 2012g).

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	0	Kennis	0
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	0	Transitie periode	
Schaalbaarheid	0	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	0
Eenmalige kosten			

Deze financieringswijze is de huidige wijze van financieren en dient in het model en de verdere uitwerking als benchmark.

8.2.2. Rijkslening

De rijkslening zou zeer goedkoop zijn voor de corporaties, echter tellen deze schulden dan direct mee voor het EMU schuldsaldo. Als de overheid de corporaties direct gaat financieren, zal de staatsschuld met de totale schuld van de corporatiesector worden verhoogd. Dit betekent een netto toename van de staatsschuld met € 87 miljard. Dit komt bovenop de al uitstaande € 417 miljard. Dit zou het schuldpercentage verhogen van 69,5% van het BBP naar 83% (CBS, 2013; WSW, 2012f). Gezien de gestelde doelen in het groei- en stabiliteitspact mag de staatsschuld maximaal 60% van het Bruto Binnenlands Product bedragen. Gezien de verregaande maatregelen die getroffen worden in Zuid-Europa en de opstelling van Nederland in deze kwestie, is een dergelijke toename van de staatsschuld niet te verantwoorden (de Boer, 2012).

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	-	Kennis	+
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	++	Transitie periode	
Schaalbaarheid	++	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	0
Eenmalige kosten			

Hoewel het de goedkoopste methode zou zijn valt deze financieringswijze af omwille van politieke redenen.

8.2.3. Hypothecaire financiering

Een hypotheek is een financieringsinstrument waarbij een partij (hypotheekgever) een vastgoedobject toezegt aan in andere partij (hypotheeknemer) als zekerheid voor een verplichting ten aanzien van die partij. Als tegenprestatie verstrekt de hypotheeknemer een bedrag vooraf ter financiering van het vastgoed object (Brueggeman & Fisher, 2010).

Het vastgoed van de corporaties is inkomen genererend vastgoed waarvoor de financier een commerciële hypotheek zal verstrekken (Geltner, 2007). De garantie wordt verstrekt door het inkomen wat het in hypotheek gegeven vastgoed object genereert. Afhankelijk van de opslagen die gevraagd worden biedt een hypotheek meer financieringsruimte voor de corporatie. Als de corporatie echter niet kan voldoen aan de afspraken die zijn aangegaan bij de verstrekking van de hypotheek kan de financier het onderpand opeisen. Ook zal de financier gedetailleerder informatie willen.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	-
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	0	Risico volkshuisvestelijk vermogen	+
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten			

Door de hogere LTV en het financieren op projectbasis biedt deze financieringswijze mogelijkheden, ook voor corporaties die al een grotere leningportefeuille hebben of voor niet-DAEB projecten. Echter zijn de zekerheden en toezicht die horen bij een commerciële hypotheek stringenter dan bij het WSW.

8.2.4. Banklening

De banklening omvat hetzelfde principe als hypotheek, echter zonder direct opeisbaar vastgoed als onderpand. Ook bij een banklening is in principe meer financiering mogelijk dan bij de WSW leningen. Deze financiering gaat op basis van de kredietwaardigheid van de leningnemer en het specifieke risicoprofiel. Wegens de geringe blootstelling aan de markt vreest het WSW dat de commerciële banken een harde lijn zullen opteren bij een eventuele wanbetaling of faillissement van een corporatie. Dit zou de zekerheidspositie van het WSW ondergraven en de afhandeling van een dreigend faillissement bemoeilijken (Kroeze, 2013). Daarnaast zijn de Nederlandse banken bezig met verkleinen van de balans en zodoende wordt er minder financiering verstrekt, dat beperkt de toepasbaarheid van deze financieringswijze op de korte termijn.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	0	Risico volkshuisvestelijk vermogen	+
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten			

Commerciële financiering op corporatie (holding) niveau. Kan door de bank op maat worden gemaakt voor corporaties en biedt voldoende mogelijkheden qua volume als de bankbalansen weer kunnen toenemen.

8.2.5. Obligatie uitgifte

Een obligatie is een schuldbewijs aan de uitgevende instelling in het bezit van een andere instelling. Obligaties dienen als alternatief voor bankfinancieringen, er is echter een bepaalde schaalgrootte voor nodig

om deze te realiseren (Brealey & Myers, 2000). Door de spanningen op de financiële markten variëren de opslagen hier, door goede timing kan de corporatie zich ook hier voor redelijke tarieven financieren. Ook de obligatiehouders houden meer toezicht op de prestaties van de onderneming omdat deze de koers van de obligatie beïnvloeden. Het biedt ook meer financieringsruimte dan bank- of WSW leningen omdat het een zeer diepe markt is en er veel ruimte ligt in de pricing. Investeerders vragen wel meer informatie van de corporatie en kunnen bij een wanbetaling onderpand opeisen.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	-
Diepte van de markt	+	Transitie periode	
Schaalbaarheid	++	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten			

Afhankelijk van de ontwikkeling van de lange rente zijn obligaties mogelijk goedkoper dan WSW financiering, er zitten echter beperkingen aan de markt, zo zijn de bedragen redelijk groot en moet er regelmatig geleend worden.

8.2.6. Mezzanine

Mezzanine financiering is achtergesteld vreemd vermogen. Het wordt pas afbetaald nadat zowel de senior als junior financiering is voldaan. Het wordt vaak gebruikt om het financieringsgat tussen de maximale LTV van de hypotheek en het beschikbare eigen vermogen gefinancierd te krijgen, hierdoor kan een hogere LTV gerealiseerd worden. In plaats van hypotheekrecht heeft de mezzanine financier aanspraak op het eigen vermogen van de leningnemer. Bij wanbetaling maakt de financier dus aanspraak het eigendom van de entiteit die de lening heeft afgenomen (Brueggeman & Fisher, 2010). Door het hoge risico gaat de rentevergoeding op mezzanine financiering ook richting de 15 tot 20 procent.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	++	Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	-
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	0	Risico volkshuisvestelijk vermogen	++
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	+
Eenmalige kosten			

De combinatie van meer en duurder vreemd vermogen waarbij het risico bestaat de de corporatie in handen komt van de financier is een te groot volkshuisvestelijk risico om deze financieringswijze op grote schaal in te zetten, zodoende valt deze financieringswijze af.

8.2.7. Social Impact Bonds

Bij een social impact bond (SIB) is de rentebetaling afhankelijk van de sociale baten van de investering. Als de maatschappelijke baten hoger zijn, zijn de financiële baten voor de investeerder lager. Hiervoor worden dus sociaal geëngageerde investeerders benaderd. Sociale verbeteringen zijn voor de corporatie sector met name terug te zien op wijk- of buurtniveau.

Deze vorm van financiering vraagt een zekere lokaliteit van de investeerders. Dit kan na een geslaagde proef eventueel toegepast worden bij projectfinanciering, maar dan op een kleine schaal per uitgifte en bij een beperkt aantal investeerders die ook profiteren van de lokale verbetering. Door de projectrisico's ook tegen een marktconforme vergoeding.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	--
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	-	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

In de literatuur is maar een voorbeeld van een financiering met SIB te vinden. De kennis van deze methode is dus ontoereikend om op grote schaal ingezet te worden.

8.2.8. Pfandbrief

De pfandbrief is een meer dan 200 jaar in de Duitse wet verankerde covered bond. Een covered bond is een obligatie met extra zekerheden. De pfandbrief is in de Duitse Pfandbriefgesetz (Wet Pfandbrief) vastgelegd. Door dit wettelijke vangnet is de Pfandbrief een van de veiligste obligatievormen ter wereld. Alleen staatsobligaties van landen met een hoge kredietwaardering hebben een nog hogere betrouwbaarheid (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a).

De basis van de zekerheidsstructuur van de pfandbrief is het onderpand wat gegeven wordt ten behoeve van de dekking van de obligatiehouder en de verhouding tussen de waarde van het onderpand en de hoogte van de pfandbrief (de LTV). Via een pfandbrief kan 60 procent van de maximale hypotheekwaarde worden gefinancierd (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a). Voor de financiering van vastgoed is de waarderingmethode wettelijk gedefinieerd. Deze taxatie bepaalt de maximale hypotheekwaarde van het object (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a, 2012b).

De netto contante waarde van de zekerheden in de, bij faillissement van de bankbalans afgeschermd, onderpandstructuur moet wettelijk minstens 102 procent van de uitstaande verplichtingen betreffen (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a).

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	+
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	-
Diepte van de markt	++	Transitie periode	
Schaalbaarheid	++	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

Door de verankering in de Duitse wet en de strikte voorwaarden is de pfandbrief markt altijd toegankelijk tegen redelijke tarieven mits aan de gestelde voorwaarden wordt voldaan.

8.2.9. Pensioenfonds & verzekeraar

In plaats van direct te investeren kan een pensioenfonds of verzekeraar ook een lening verschaffen aan een corporatie. In Europa worden hier nu de eerste fondsen voor opgericht, deze debt funds zijn in de Verenigde Staten al langer actief. Voordeel hiervan kan zijn dat dit een vastrentende financiering kan zijn, waardoor het risico voor het fonds afneemt. Omdat dit financiering is en geen investering valt dit in een andere categorie onder Solvency II en is dit tegen een lager kapitaalsbeslag te verstrekken (PWC, 2011), echter zal door de risicobeoordeling een hogere opslag worden gevraagd. Omdat deze institutionele partijen met grote bedragen werken kan er snel geschakeld worden en is er veel liquiditeit beschikbaar.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	-

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	-
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	+	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

De financiers kunnen op korte termijn geld vrij maken en hun verplichtingen stemmen overeen met de lange termijn activa van de corporatie

8.2.10. Onderlinge waarborgmaatschappij

Financiering via een onderlinge waarborgmaatschappij zonder achtervang van het rijk is een mogelijkheid mits er financiële discipline is bij corporaties. Naar analogie met de pensioenfondsen worden de verplichtingen op de lange termijn in relatie gebracht met de activa op de lange termijn.

In Engeland is dit gedaan via het THFC, The Housing Finance Corporation Limited, het financieringsvehikel van de corporaties. Het THFC inventariseert de financieringsvraag vanuit de deelnemende corporaties, bundelt vervolgens de financieringsvraag en geeft voor het gezamenlijke bedrag obligaties uit op de kapitaalmarkt, via private plaatsing of leningen bij de Europese Investeringsbank (EIB). Het THFC leent tegen dezelfde renteopslag en aflossingsschema's door aan de deelnemende corporaties en neemt zodoende zelf geen positie in (Hutting, 2012).

Het THFC voert geen prijsdifferentiatie door per deelnemende corporatie. Er zijn echter per deelnemer strikte controles en eisen aan de historische en begrote resultaten, de vastgoedportefeuille, het management van de corporatie, de interne governance en de risico's (Hutting, 2012). In Nederland is hier onderzoek naar gedaan met het oog op Bruterig 2.0, het afkopen van de staatssteun, maar dit is niet verder dan het theoretische stadium gekomen. Het risico van het ontbreken van de staatsachtervang is wel dat als een grote corporatie niet langer aan de financieringseisen kan voldoen dit een grote invloed kan hebben op de andere participanten, het risico voor de volkshuisvesting neemt toe.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	+
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	0	Transitie periode	
Schaalbaarheid	0	Risico volkshuisvestelijk vermogen	+
Solvabiliteit	0	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

De onderlinge waaarborgmaatschappij is te vergelijken met het WSW zonder staatsachtervang, deze financieringswijze is in Engeland een beproeft concept.

8.2.11. Sale and lease back

Een sale en lease back transactie is een transactie waarbij de eigenaar het vastgoed verkoopt aan een externe investeerder en tegelijkertijd een lease(huur)-contract af sluit met betrekking op het verkochte vastgoed (Backhuijs, Tahtah, Scholten, & Draisma, 2012). De investeerder wordt dan financial of operational lessor en de voormalig eigenaar wordt de lessee. In de meeste gevallen is sale and lease back een operational lease.

Een financial lease constructie is primair een uitgestelde betaling van het geleasede object. De lessor heeft het juridisch eigendom van het object, het economisch eigendom en dus bijna alle lasten en verplichtingen, bijvoorbeeld onderhoud, liggen bij de lessee. Daarnaast kan de lessee afhankelijk van de afspraken de

verplichting aangaan om het geleasede object na het verloop van de lease termijn tegen een vooraf vastgestelde prijs of marktprijs terug te kopen van de lessor (Backhuijs et al., 2012).

Onder de huidige IFRS regulering moet het geleasede vastgoed als MVA (materiaal vast actief) tegen de contante waarde op de balans opgenomen worden. Aan de passiva zijde komt een verplichting voor de te verrichten betalingen (IFRS, 2012).

Een operational lease constructie is het best te vergelijken met huren. Het juridisch en economisch eigendom liggen bij de lessor. De lessee heeft het gebruiksrecht op het object. Na verloop van de lease termijn blijft het eigendom bij de lessor (Backhuijs et al., 2012).

Bij financial lease loopt de corporatie al het economisch risico, maar profiteert het niet van de voordelen die verbonden zijn aan juridisch eigendom zoals de positieve waarde ontwikkeling. Dit is het 'triple-net' principe. Bij deze huurovereenkomst blijft de corporatie verantwoordelijk voor het onderhoud, de belastingen en de verzekering, en loopt het leegstandrisico terwijl de investeerder een gegarandeerde kasstroom ontvangt (PNO Vastgoed, 2013). Dit is de discrepantie dat een vastgoedverhuurder gaat huren om te verhuren. Dit is alleen mogelijk met een zeer goed onderbouwde business case waar de risico's in mee zijn genomen. Daarnaast wordt financial lease door het WSW ook gezien als vreemd vermogen en gaat zodoende van het faciliteringsvolume af. Wat dat betreft kan financial lease gezien worden als duur vreemd vermogen aantrekken.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen	+	Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	--
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	-	Transitie periode	
Schaalbaarheid	-	Risico volkshuisvestelijk vermogen	++
Solvabiliteit	+	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten	+	Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

Door de verplichtingen die aangegaan worden is sale and lease back onder triple net voorwaarden een dure en risicovolle vorm van vreemd vermogen. Zodoende valt deze financieringswijze af.

8.2.12. Familie huizen

Bij familiehuizen geldt dezelfde situatie als verzekeraars en pensioenfondsen, in plaats van investeren kunnen ze ook vreemd vermogen verschaffen. Maar net zoals bij investeringen is de diepte van de markt te klein om een sectorbrede oplossing te vormen (Smink, 2013). Deze oplossing is op een kleine schaal toe te passen, in onderhandse leningen van een familie huis in een zelfstandige corporatie.

Financiële criteria		Bedrijfsmatige criteria	
Rendement op vreemd vermogen		Kennis	
Totaal rendement op vermogen		Zeggenschap	
Rendement op eigen vermogen		Toezicht en wetgeving	
Diepte van de markt	--	Transitie periode	
Schaalbaarheid	--	Risico volkshuisvestelijk vermogen	
Solvabiliteit		Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep	
Structurele kosten		Ruimte voor toekomstige investeringen	
Eenmalige kosten			

Door de beperkte omvang van deze fondsen zijn ze niet geschikt als grootschalige oplossing voor de sector.

	Genoteerd woningfonds;	Beursgang van een corporatie	Niet genoteerd woningfonds;	Pensioenfondsen.	Verzekeraar	Private equity fondsen	Familie huizen	Vastgoed CV
Rendement op vreemd vermogen								
Totaal rendement op vermogen								
Rendement op eigen vermogen					++	++		
Diepte van de markt	++	++	+	-			--	-
Schaalbaarheid	++	--	+	+			--	-
Solvabiliteit	++	++	++	++				
Structurele kosten	-	-	-	-				
Eenmalige kosten	-	-	-	-				
Kennis								-
Zeggenschap	-	-	-	-		--		-
Toezicht en wetgeving								-
Transitie periode	--	--	--	-				
Risico volkshuisvestelijk vermogen					++	++		
Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep					-			
Ruimte voor toekomstige investeringen	+	+	+	+				

Tabel 13: Eigen vermogensfinanciering (++ grote toename, + toename, 0 neutraal, - afname, -- grote afname), dikgedrukt de veto's

In tabel 13 worden de eigen vermogen versterkende financieringswijzen uitgezet tegen de beoordelingscriteria. In deze tabel is goed te zien dat de solvabiliteit bij alle financieringswijzen toeneemt. Dit is direct terug te linken aan de verhouding tussen eigen en het vreemd vermogen zoals toegelicht in de criteria. Ook is in alle financieringswijzen zichtbaar dat de zeggenschap af zal nemen. De eigen vermogen verschaffers investeren in de woningcorporatie en zullen daarvoor ook zeggenschap vragen in de strategische beslissing van de corporatie of het gerelateerde fonds. Ook biedt het versterken van het eigen vermogen meer mogelijkheden om verder te investeren in het vastgoed.

De veto criteria vallen vooral in het rendement of de schaalbaarheid en omvang van de markt. Bij de verzekeraar en private equity investeringen zijn de vereiste rendementen en risico voor het volkshuisvestelijke vermogen te hoog om de sociale component te kunnen waarborgen. Daarnaast zal een private equity partij ook de volledige zeggenschap opeisen.

De familie huizen en vastgoed CV's vallen af omdat deze niet de gewenste omvang kunnen bieden. Daarnaast brengt een vastgoed CV regelgeving mee waar de corporatie zich dan naar moet conformeren.

	Geborgde WSW Lening;	Rijkslening;	Hypothecaire financiering;	Banklening;	Obligatie uitgifte;	Mezzanine;	Social Impact bond;	Pfandbrief;	Pensioenfondsen & verzekeraar;	Onderlinge waarborgmaatschappij.	Sale and lease back	Familie huizen.
Rendement op vreemd vermogen	0	-	+	+	+	++	+	+	+	+	+	
Totaal rendement op vermogen												
Rendement op eigen vermogen												
Diepte van de markt	0	++	-	-	+	-	-	++	-	0	-	--
Schaalbaarheid	0	++	0	0	++	0	-	++	+	0	-	--
Solvabiliteit	0	0	0	0	0	0	0	0	0		+	
Structurele kosten											+	
Eenmalige kosten												
Kennis	0						--	+	-	+		
Zeggenschap		+	-			-					--	
Toezicht en wetgeving			-		-			-	-			
Transitie periode												
Risico volkshuisvestelijk vermogen			+	+		++				+	++	
Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep												
Ruimte voor toekomstige investeringen	0	0	+	+	+	+						

Tabel 14: Vreemd vermogensfinanciering (++ grote toename, + toename, 0 neutraal, - afname, -- grote afname), dikgedrukt de veto's

De financieringswijzen die putten uit vreemd vermogen worden in bovenstaande tabel (tabel 14) uitgezet tegen de beoordelingscriteria. De hier waarneembare trends zijn dat het rendement op vreemd vermogen toe neemt bij alternatieve financiering en de solvabiliteit niet verandert ten opzichte van de financiering volgens de huidige wijze. Ook neemt onder de commerciële financieringswijzen de zeggenschap af en krijgt de corporatie met intensiever toezicht vanuit de financier te maken.

Bij vreemd vermogensfinanciering gaat het minder om de diepte en schaalbaarheid, maar zijn de redenen voor de veto's gevarieerder. Mezzanine en Sale and lease back vallen af vanwege het risico voor het volkshuisvestelijk vermogen. Bij mezzanine door de rendementen en zekerheden, bij sale and lease back door de structurering. De social impact bonds vallen af omwille van de onbekendheid van deze financieringswijze, alleen de familie huizen vallen af vanwege de diepte en schaalbaarheid. De rijkslening is inhoudelijk uitgewerkt, maar deze valt af omwille van politieke keuzes.

9. Reële financieringswijzen

Na een eerste inventarisatie en selectie zijn door middel van literatuur onderzoek, verdiepende interviews en verdere bestudering en analyse van de reële methoden de structuur, het financiële kader en eventueel de transitie verder uitgewerkt zodat deze in het derde stadium van het onderzoek als input voor het rekenmodel gebruikt kunnen worden.

De alternatieven weergegeven in tabel 15 zijn eerder geïnventariseerd en op basis van een eerste toetsing aan de hand van de beoordelingscriteria kansrijk bevonden en zullen hierna uitgebreid besproken worden.

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
Genoteerd woningfonds;	Banklening;
Niet genoteerd woningfonds;	Geborgde WSW lening;
Pensioenfondsen.	Hypotheek;
	Obligatie uitgifte
	Pensioenfonds en verzekeraar;
	Pfandbrief;
	Onderlinge waarborgmaatschappij.

Tabel 15: Reële alternatieve financieringswijzen

Onderstaand zullen eerst de drie alternatieve financieringswijzen op basis van eigen vermogensversterking worden toegelicht gevolgd door de alternatieve financieringswijzen die vreemd vermogen omvatten.

9.1. Genoteerd woningfonds

9.1.1. Structuur

De diepte van de markt en het aantal investeerders is praktisch onbeperkt bij een liquide aandelenhandel. De beurs is toegankelijk voor zowel nationale als internationale spelers, daarnaast is de markt in evenwicht, dus er is een duidelijk beeld van de waarde en prestatie van het fonds. Dit biedt niet alleen duidelijkheid voor investeerders, maar geeft andere corporaties ook een duidelijke benchmark waarmee de prestaties vergeleken kunnen worden (Smink, 2013).

Voor de omvang van een woningfonds is een zeker bezit nodig als inbreng in het fonds. Niet alle corporaties hebben een dergelijke grote bezitsbasis. Het samenvoegen van meerdere corporaties in een fonds kan deze kwestie beperken en biedt tevens de mogelijkheid om te voorkomen dat alleen de "pareltjes" naar de beurs gaan en de sector zowel kwantitatief als kwalitatief verkleind. De tijd om een fonds naar de markt te brengen is kort. In 2012 zijn er in Duitsland 13 woningfondsen naar de beurs gegaan, deze fondsen zijn eerder beheerd door private equity partijen (Smink, 2013).

"Je moet wel een bepaalde schaal hebben om het op poten te krijgen, dus je hebt iets van minimaal 6-7-800 miljoen nodig om het op poten te krijgen. Maar het voordeel is, de diepte van de markt is bijna oneindig. [A]ls je kijkt wat [...]. Kempen, vorig jaar, heeft geholpen met het ophalen [...] op de beurs. Dus gewoon de hele tijd een aandelen emissie. [Dat is] 1,3 miljard [i]n 1 jaar. [...] De diepte van de markt is heel erg oneindig en het is heel erg schaalbaar. Want het merendeel van het ophalen van dat geld, het merendeel van die deals zijn gekomen vanuit toevoegingen van nieuwe woningen" (Smink, 2013).

Echter, het eigendom van het vastgoed ligt niet langer bij een stichting maar zal in handen komen van de beleggers. Dit bemoeilijkt het principe van de revolving fund, waardeontwikkeling komt niet langer toe aan de sector maar aan de eigenaren (aandeelhouders) door de koersontwikkeling. Dit zal een aanzienlijke systeemverandering zijn ten opzichte van het revolving fund zonder duidelijke eigendomsstructuur en met dividendbetalingen zal er vermogen weglekken uit de sector.

9.1.2. Transitie

Corporatiebezit met de huidige systeeminrichting en exploitatie naar de beurs brengen zal (in deze tijd) niet mogelijk zijn. Voordat beleggers geïnteresseerd raken in het vastgoedfonds zal het aan een aantal eisen moeten voldoen.

Als eerste zal een trackrecord van de exploitatie en de rendementen van het fonds moeten zijn voor een periode van 3 tot 5 jaar, dit biedt inzicht in de prestaties van het vastgoed en de efficiency van het management. Met name vergelijking met benchmarks zijn hier essentieel. Dit is een toegankelijke manier voor stakeholders om inzicht te verwerven in de prestaties van het fonds in vergelijking met zijn peers.

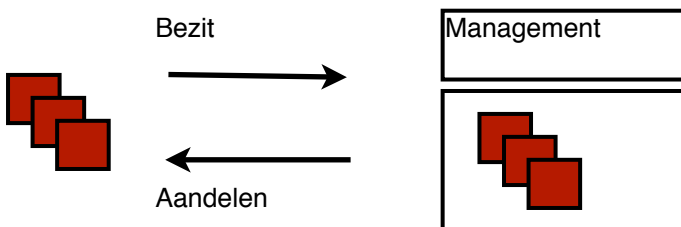
De tweede voorwaarde is het structureren van het interne management. Dit moet op een gestructureerde en duidelijke manier zijn opgebouwd. Dit betekent dat een duidelijk missie en visie moeten zijn omgezet in concrete doelstellingen die verantwoord worden (Vlak, 2013). Niet alleen de missie maar ook de besluitvorming en interne checks en balances spelen een belangrijke rol in de structuur van het management (Vermeulen, 2013).

De derde factor is verslaglegging. Met het oog op de mogelijke beursgang moet de verslaglegging voldoen aan de daarvoor geldende eisen. Dit betekent dat de kwartaalverslagen en jaarverslagen conform de IFRS moeten worden opgesteld. Dit hangt samen met het trackrecord, door conform de internationale standaarden te rapporteren kunnen de prestaties ook vergeleken worden met andere vastgoedfondsen.

Het vierde en laatste criterium is de governance. De governance structuur staat los van de sector waarin het fonds opereert en is wettelijk vooral gebonden aan het criterium of er wel of geen beursnotering is. Bij een beursnotering speelt de bescherming van de aandeelhouder een grotere rol dan bij een niet-genoteerd fonds (Boot, 2006). Door een gedegen governance structuur komt er meer nadruk te liggen op de checks en balances in de organisatie en neemt de (interne) verticale en horizontale controle toe.

Voor er corporatie bezit naar de beurs kan worden gebracht zullen deze gedurende een transitie periode van 3 tot 5 jaar een stabiele prestatie moeten laten zien en deze conform de eisen verslaan. Daarnaast moeten bestuur, governance en in- en externe checks en balances op orde zijn.

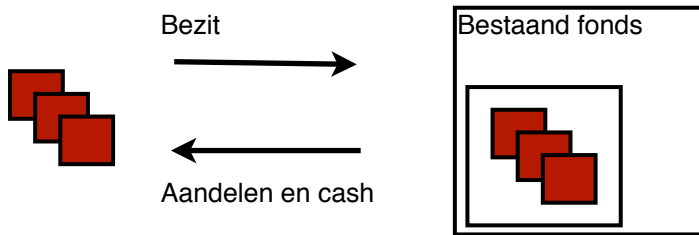
Het opzetten van een fonds kan vervolgens op twee manieren. De eerste optie is dat verschillende corporaties bezit inbrengen in een fonds in ruil voor aandelen (figuur 22). Het fonds wordt dan door een extern management bestuurd. De corporatie houdt via de aandelen zeggenschap over het vastgoed in handen, het management van het fonds handelt binnen het mandaat wat ze van de aandeelhouders krijgen. Bij deze opzet kan de transitie en professionalisering van het fonds plaatsvinden na de afscheiding van de corporatie (Cramer & Hoppenbrouwers, 2013).



Figuur 22: Fonds inrichting (Smink, 2013)

De tweede optie is om het vastgoed als subfonds onder te brengen bij een bestaande vastgoedinvesteerder. Op die wijze kan direct een deel van het bezit geliquideerd worden en kan de portefeuille van de corporatie onder gebracht worden binnen een bestaande vastgoedportefeuille (figuur 23), wat de allocatie ten goede komt. Het voordeel van deze methode is dat deze fondsen vaak de governance en management stappen die corporaties nog door moeten maken al doorlopen hebben waardoor dit sneller doorlopen kan worden en de benodigde periode om een goed gestructureerd fonds op te zetten verkort kan worden.

Er kan dan gedacht worden aan het onderbrengen van het bezit bij Nederlandse of Europese aanbieders. Belangrijk is wel dat de sociale component van een corporatie een plek krijgt in deze structuur en dat dit ook vastgelegd wordt in het fondsmandaat, vanwege de minderheidspositie van de corporatie in het aandelen totaal heeft de stem van de corporatie geen doorslaggevend effect, de waarborg van de sociale doelen moet zodoende vooraf vastgelegd worden.



Figuur 23: Onderbrengen bij een bestaand fonds (Smink, 2013)

Nadat de transitieperiode van corporatie naar vastgoedfonds is gemaakt kunnen de corporaties als aandeelhouders het fonds naar de beurs brengen. Hierbij verkopen zij een deel van het bezit en maken dat liquide. Op deze wijze wordt het vermogen van de corporatie omgezet van vastgoed naar liquide middelen wat de kaspositie ten goede komt. Met deze middelen kan de corporatie bijvoorbeeld of huurtoeslag uit gaan keren aan de huurders of om de positie van de corporatie als financiële holding te versterken, dit duurzaam en langdurig investeren.

9.1.3. Financieel kader

De kosten om naar de beurs te gaan zijn in twee hoofdmoten op te delen, dit zijn de eenmalige kosten; de kosten om een notering te verkrijgen, en de structurele kosten; de kosten die een notering meebrengen (Kaserer & Schiereck, 2007). Onder de eenmalige kosten zijn onder andere de kosten voor het op orde brengen van de verslaglegging, de honoraria van de begeleidende banken en de kosten gerelateerd aan de roadshow te vatten. De structurele kosten omvatten onder andere het stageld wat betaald moet worden voor de notering en de kosten gerelateerd aan het niveau van de verslaglegging.

9.2. Niet genoteerd woningfonds

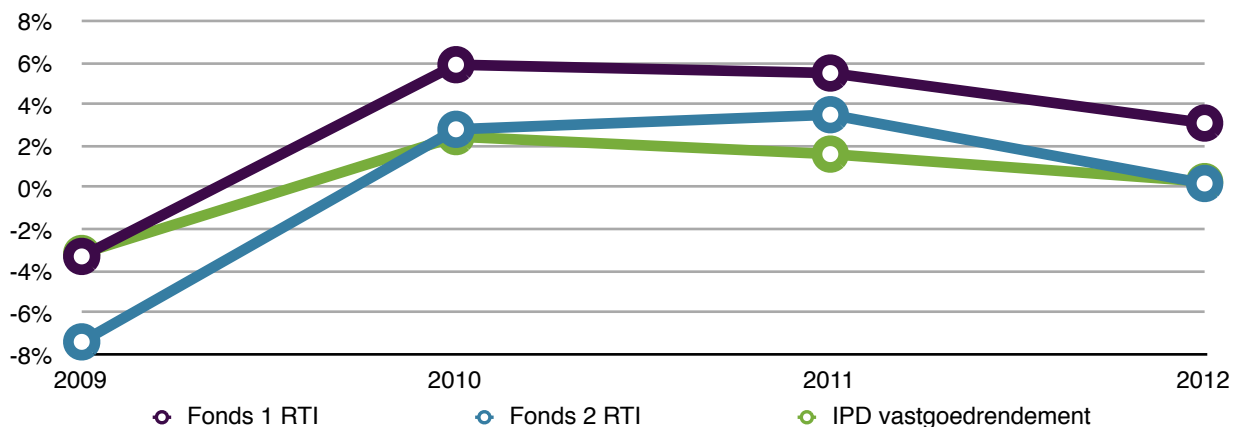
9.2.1. Structuur

De opzet en systeemverandering van een niet genoteerd Nederlands woningfonds zijn identiek aan die van een genoteerd fonds. Echter zal een niet genoteerd fonds niet openbaar verhandeld worden maar worden participaties in het fonds onderhands verhandeld. Deze participaties zijn in handen van institutionele of private beleggers, die nog steeds een zeker rendement eisen voor het beschikbaar stellen van het kapitaal. Het grootste voordeel van een niet genoteerd fonds is dat het beter in staat is, om met toestemming van de aandeelhouders, een langere termijn structuur na te streven terwijl veel beursfondsen op kwartaalbasis worden afgerekend.

9.2.2. Financieel kader

Voor de financiële kaders wordt gebruik gemaakt van een kwartaalupdate die door Finance Ideas is opgesteld voor de Nederlandse indirecte vastgoedportefeuille van een Nederlands pensioenfonds. Deze partij heeft ultimo kwartaal 1 van 2013 heeft € 300 miljoen geïnvesteerd in indirect privaat vastgoed. Daarvan is € 180 miljoen geïnvesteerd in residentieel vastgoed (Finance Ideas, 2013a).

Dit pensioenfonds heeft recent een deel van de directe vastgoedportefeuille door middel van een aandelenswap (zie figuur 13) ondergebracht bij een bestaand vastgoedfonds (fonds 1, zie figuur 24). Er is toendertijd een keuze gemaakt uit meerdere fondsen waar dit fonds als beste uit is gekomen (Finance Ideas, 2013a). Dit was niet gebeurd als dit fonds onvoldoende had gerendeerd. Zodoende zal het gemiddelde rendement van de vastgoedfondsen waarin het pensioenfonds investeert, als afdoende voor een Nederlandse residentiële vastgoedbelegging worden genomen.



Figuur 24: Rendement voor investeerder (RTI) van de niet genoteerde woningfondsen (Fonds 1, 2012, 2013; Fonds 2, 2009-2013; IPD, 2013)

Beiden fondsen waar het pensioenfonds in heeft geïnvesteerd hebben voor de investeerder een hoger rendement opgeleverd dan het gemiddelde rendement van de commerciële woninginvesteringen in Nederland.

	Fonds 2	Fonds 1	IPD index	Aedex
Vastgoed rendement (3 jaar)	2,97%	1,60%	1,45%	± 0%
RTI (3 jaar) *(REV bij Aedex)	2,17%	4,83%		± -4%*
Rendementsverschil	-0,8%	3,23%		± -4%

Tabel 16: Vastgoed- en investeerders rendement van de niet genoteerde woningfondsen, IPD index en Aedex index (Fonds 1, 2012, 2013; Fonds 2, 2009-2013; IPD, 2013; Vlak, 2013)

Zoals te zien in tabel 16 hebben corporaties de afgelopen 3 jaar een aanzienlijk lager rendement op het geïnvesteerde (eigen) vermogen kunnen realiseren dan de commerciële fondsen. De reden dat de Aedex een negatief rendement op eigen vermogen laten zien komt door de negatieve hefboom. De kosten voor het vreemde vermogen zijn hoger dan het totaal gerealiseerde vastgoed rendement. Dit komt ten laste van het rendement op eigen vermogen. Door het gebruik van veel vreemd vermogen zijn de corporaties in slechte tijden extra gevoelig voor de waarde verandering, in goede tijden, met een totaal rendement hoger dan de financieringslasten, zal het eigen vermogen echter harder toenemen.

9.3. Pensioenfonds

9.3.1. Structuur

Pensioenfondsen zijn non-profit instelling met als doel, tegen zo laag mogelijke kosten voor deelnemers (werknemers) en sponsors (werkgevers) een levenslang inkomen vanaf pensionering te voorzien gebaseerd op salaris, gewerkte jaren en een vastgestelde index (Broeders et al., 2011). In totaal hebben pensioenfondsen in 2012 een belegd vermogen van € 981 miljard, waarvan slechts € 9 geïnvesteerd in direct vastgoed (DNB, 2012).

De reden daarvan is dat pensioenfondsen sinds het begin van deze eeuw bezig zijn hun directe vastgoed af te stoten door middel van verkoop of het oprichten van specialistische vastgoedfondsen. Het balanstotaal van direct vastgoed is van 2001 tot 2012 dan ook afgenomen van € 24,9 miljard naar € 9,2 miljard (DNB, 2012).

Tegelijk met deze afname is de allocatie naar indirect vastgoed, dus beleggingen of participaties in fondsen of bedrijven die in vastgoed investeren, significant gestegen, van € 20 miljard in 2000 tot € 50 miljard in 2009, dit is een allocatie van ongeveer 6.5-7 procent (DNB, 2012; Frodsham, 2011).

Het nemen van een participatie in een corporatie, of het aanschaffen van aandelen zou dus in deze strategie passen, echter de belangen van de pensioenfondsen stemmen niet overeen met die van de sociale huur sector. Pensioenfondsen zoeken een ideale mix tussen risico en rendement om te kunnen voldoen aan de toekomstige pensioenverplichtingen. Deze risico's worden gedragen door de deelnemers en sponsors (Broeders et al., 2011). Pensioenfondsen zoeken echter ook de goede allocatie om te diversifiëren en vanwege investeringen in het verleden zijn veel pensioenfondsen al oververtegenwoordigd in Nederlands vastgoed (Smink, 2013).

Voordeel van investering in huurwoningen zijn de constante kasstroom door de praktisch afwezige leegstand (Conijn, 2013), kasstroom aan inflatie/CPI gekoppeld, lange termijn waardeontwikkeling gekoppeld aan inflatie en de zeer lange looptijd. Dit kan de duration gap (verschil in looptijd tussen verplichtingen en investeringen) voor de pensioenfondsen beperken.

9.3.2. Financieel kader

Het is echter zo dat pensioenfondsen internationaal opereren en investeren en dus aan de hand van internationale vergelijkingen zullen bepalen waar ze additioneel vermogen alloceren. Dan is het feit dat residentiële beleggingen in Nederland minder renderen dan Duitse woninginvesteringen, zoals toegelicht in het hoofdstuk *Financiële markten* doen van groot belang.

Onderzoek van Kempen & Co (2012) toont aan dat de Duitse woningfondsen betere rendementen voor de investeerder realiseren dan de Nederlandse fondsen doen. Haalden de Duitse fondsen in 2011 een gemiddeld rendement van 4,4%, de Nederlandse fondsen realiseerden 3,5%. Daarnaast is het voor grote investeerders aantrekkelijker om in Duitsland te investeren omdat Duitsland een gerenommeerd investeringsland is wereldwijd, met goede macro economische perspectieven en hoge arbeidsproductiviteit. Nederland wordt internationaal gezien als veilige periferie van Duitsland (Smink, 2013).

Als vastgoedbelegger pur sang zou het nog mogelijk zijn om deze macro economische perspectieven uit te ruilen tegen de hogere kwaliteit van de woningen in Nederland, want kwalitatief is de Nederlandse woningmarkt beter dan de Duitse, daar is de bouw erg eenvoudig terwijl de kwaliteit van Nederlandse corporatie woningen goed is. Echter blijft dan het verschil in rendement de beperkende factor (Smink, 2013).

Een manier om dergelijke fondsen te overtuigen te participeren is het aanbieden van preferent eigen vermogen. Dit is eigen vermogen met de karakteristieken van vreemd vermogen. Het eigen vermogen heeft recht op een standaard rendement op de investering. Daardoor heeft deze vermogensverschaffer aanspraak op de kasstromen voor de andere bezitters van het eigen vermogen. Na betaling van het preferente rendement deelt de verschaffer ook nog in het normale rendement waar hij recht op heeft als eigen vermogensverschaffer (Brueggeman & Fisher, 2010).

9.4. Geborgde WSW lening

9.4.1. Structuur

Het WSW beschikt als borgingsinstituut voor de corporatiesector over een eigen vermogen van ongeveer € 477 miljoen (eind 2011), dit dient als eerste achtervang mocht een woningcorporatie wanbetalen op de lening. Mocht een woningcorporatie niet kunnen voldoen aan de verplichtingen kan het WSW naast het eigen vermogen ook nog een bijdrage eisen van de participerende corporaties (obligo verplichting) wat het totaal beschikbaar vermogen op € 3,2 miljard brengt (WSW, 2012g). Mocht een corporatie niet aan de betalingsverplichting kunnen voldoen kan de financier de leensom en nog te ontvangen rentebetalingen via het WSW teruggeisen (ten Cate, 1998; WSW, 2012f). Het WSW heeft dan een vordering op de corporatie die van de steun gebruik heeft gemaakt (WSW, 2012g).

Het WSW staat garant voor € 87 miljard en heeft een totale onderpandwaarde van € 350 miljard. Deze garantie wordt weer definitief gegarandeerd door de Nederlandse lokale en landelijke overheden, dit is de derde zekerheidslaag. Als het WSW niet voldoende vermogen heeft om de corporatieschuld te voldoen, dragen de gezamenlijke gemeentes 25% van het tekort bij, een tweede 25% wordt voldaan door de andere schadegemeentes en het rijk vult dit aan met de laatste 50%. Deze steun is in principe geen gift aan het WSW maar een renteloze lening (WSW, 2012g). Deze structuur geeft het WSW de hoogst mogelijke kredietwaardering van Triple A. Dit betekent een zeer laag risicoprofiel en dus een lage risico opslag; financiers nemen genoeg met een lager rendement vanwege het lage risico op wanbetaling (ten Cate, 1998; WSW, 2012f).

9.4.2. Financieel kader

Het WSW stelt eisen aan de kasstromen en rekenwijze van een corporatie wil deze gebruik mogen maken van WSW geborgde financiering. Zo mag een corporatie slechts 7,5 procent van de materiële vaste activa op bedrijfswaarde gefinancierd hebben of financieren met kort geld. Kort geld volgens de WSW definitie wil zeggen een looptijd van 2 jaar of minder (WSW, 2013a).

De totale garantstelling van het WSW aan een specifieke corporatie wordt gelimiteerd door de WOZ-waarde van het bezit. Het WSW staat tot maximaal 50% van de WOZ-waarde van het ingebrachte onderpand per deelnemer borg. Als een corporatie in meerdere gemeentes actief is, kan het WSW per gemeente tot 100% van de WOZ-waarde financieren, maar de totale borgstelling blijft gelimiteerd tot 50% op corporatie niveau (WSW, 2013c). Daarnaast heeft het WSW ook een aantal berekeningsparameters gedefinieerd waar corporaties hun investeringen mee berekenen, zie tabel 17. Dit zijn de algemene parameters die niet beïnvloed worden door de prestaties van een individuele corporatie (WSW, 2012a).

Disconteringsvoet	Inflatie	2,00%
	Reële rente (10 jaars staatsobligatie)	2,50%
	Algemene corporatie spread	0,50%
	Kosten toeslag uit overige financieringskosten	0,25%
Huurstijgingsindex	Jaarlijkse indexatie	1 juli
	Voor jaar 1 t/m 5	corporatie beleid
	Vanaf jaar 6	2,00%
Overige lasten en onderhoud	Voor jaar 1 t/m 5	Corporatie beleid
	Vanaf jaar 6	3,00%
Inflatie	ECB cijfers	2,00%
Aflossing	Per 5 jaar	10%
	Gemiddeld per jaar	2%
Liquideitsbuffer	Maximaal 10 % van totale huuromzet	
Vergoedingsfactor	Op kwartaal basis	0,000069
	Kosten per kwartaal per miljoen geborgd vermogen	€ 69-

Tabel 17: WSW Parameters (WSW, 2012a)

Naast de parameters stelt het WSW ook een maandelijks rentemaximum (tabel 18). Dit is de maximaal toegestane rente vergoeding op WSW geborgde kredieten. Het WSW heeft dit ingevoerd om te voorkomen

dat de verplichtingen toenemen als corporaties akkoord gaan met boven marktconforme forward tarieven om zich te verzekeren van kapitaal (WSW, 2013d).

Het WSW definieert een maximum afhankelijk van de looptijd van de lening. Daarnaast wordt er een onderscheid gemaakt in de spot tarief en de forward tarief. Het spot tarief is de genoteerde prijs voor de lening bij onmiddellijke ingang (Investopedia, 2013b). Het spot tarief is dus de huidige marktprijs van het krediet. Het forward tarief is het vastgestelde tarief voor een toekomstige (uitgestelde) financiële verplichting (Investopedia, 2013a).

Looptijd	Spot tarief	Forward tarief		
		1 jaar	2 jaar	3 jaar
≤ 5 jaar	2,00%	2,25%	2,75%	3,25%
≤ 10 jaar	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
> 10 jaar	4,50%	4,50%	4,75%	4,75%

Tabel 18: Rentemaximum september 2013 (WSW, 2013e)

9.5. Hypothecaire financiering

9.5.1. Structuur

Een hypotheek is een financieringsinstrument waarbij een partij (hypotheekgever) een vastgoedobject toezegt aan in andere partij (hypotheeknemer) als zekerheid voor een verplichting. Als tegenprestatie verstrekt de hypotheeknemer een lumpsum bedrag ter financiering van het vastgoedobject (Brueggeman & Fisher, 2010).

Het vastgoed van de corporaties is inkomen genererend vastgoed waarvoor de financier een commerciële hypotheek zal verstrekken. De garantie wordt dan verstrekt door het inkomen wat het in hypotheek gegeven vastgoed object genereert (Geltner, 2007). De zekerheid wordt bepaald door middel van een aantal ratio's die door de financier worden gehanteerd. Het gaat dan om de rentedekkingsgraad (ICR; interest coverage ratio), en de aflossingsmogelijkheden uit de kasstroom (DSCR; debt service coverage ratio). De derde ratio, die onder andere de hoogte van de hypotheek bepaald, is de waarde van de lening ten opzichte van de waarde van het onderpand (LTV; Loan-to-Value). Deze ratio's worden opgenomen in het convenant, een document waar de afspraken, taken, verantwoordelijkheden van de leningnemer staan vermeld naast de betaling zoals overeen gekomen in het convenant (Brueggeman & Fisher, 2010).

Mocht de hypotheekgever niet kunnen voldoen aan de ratio's in het convenant, dan kan de hypotheeknemer het convenant aanpassen door heronderhandeling met de hypotheekgever, de huurpenningen verpanden of de hypotheek opzeggen door. Ook kan de hypotheeknemer directe terugbetaling eisen of het vastgoedobject dat als onderpand dient verkopen op de vrije markt (Brueggeman & Fisher, 2010; Polman, 2013).

Aangezien er meerdere hypotheek op een vastgoedobject kunnen rusten is het noodzakelijk dat er een duidelijke structuur is in de senioriteit van het terugvragen van tegoeden bij een faillissement van de hypotheekgever. Senior hypotheek, de eerste hypotheek op het object, heeft prioriteit ten opzichte van een junior hypotheek. Daar zijn een aantal uitzonderingen op; nog te betalen onroerende zaakbelasting heeft senioriteit over de hypotheek, ook kunnen er expliciete clausules zijn die de senioriteit aan kunnen passen (Geltner, 2007).

9.5.2. Financieel kader

Hypotheekrentes zijn opgebouwd uit meerdere componenten (figuur 25). Het eerste deel is de risico vrije rentevoet (IRS). Dit is de korte termijn waarde voor geld. Daarbovenop komt een inflatie premie om de waarde van het geld gedurende de looptijd te waarborgen, gebaseerd op de korte termijn rente verwachtingen (Geltner, 2007).

Daar bovenop komt de de variatie van het renterisico door de tijd. Het renterisico ontstaat door het feit dat financiers en met name banken een duration gap hebben. Banken financieren kort op de internationale kapitaal markt en lenen lang uit in de vorm van hypotheek. Daardoor moeten financiers gedurende de looptijd van een hypotheek meerdere keren de kapitaalmarkt op om zichzelf te herfinancieren. Hierbij lopen de financiers een risico. Dit wordt doorberekenend aan de klant (Polman, 2013).

Het rente risico is voor banken te beperken door middel van rente swaps. Het liquiditeitsrisico is echter niet af te dekken, tijdens de crisis waren er perioden dat banken nog maar voor 1 a 2 jaar geld konden ophalen op de markten. Als dat dan gebruikt moet worden om een 30-jarige hypotheek te funden, dan loopt de bank een groot liquiditeitsrisico (Polman, 2013). Dit vertaalt zich in de illiquiditeitsopslag in de rente.

Het laatste deel van de opslag is de premie ten behoeve van het afdekken van faillissement en wanbetaling. Er is een premie voor het concrete wanbetalingsrisico en een aanpassing van de contractrente die de reële kans op wanbetaling weergeeft (Geltner, 2007).

Contractrente compensatie
Wanbetalingsrisico
Netto rente variatie
Illiquiditeits compensatie
Inflatie premie
Risico vrije rentevoet

Figuur 25: opbouw hypotheekrente (Geltner, 2007)

Om de reële rentevergoeding die corporaties moeten betalen te bepalen is gebruik gemaakt van de CMBS markt. Een CMBS is een commercial mortgage backed security. Het zijn verhandelbare financiële bezittingen waarvan het rendement bepaald wordt door de onderliggende bezittingen, in dit geval inkomen genererend vastgoed.

Deze commerciële securities hebben een krediet rating, deze is afhankelijk van de inkomsten die het vastgoed genereert, de diversificatie van het portfolio, het management van het portfolio en de marktrisico's.

Daarnaast speelt ook de financiële positie van de organisatie die de CMBS uitgeeft mee (Moody's Global Credit Research, 2012b).

De rating van de uitgevende instantie is van invloed op de rating en de benodigde rentevergoeding op de CMBS. Het WSW heeft een triple A rating, de rating van het schuldpapier is daaraan gerelateerd ook triple A. De twee corporaties die op dit moment een rating hebben, hebben een Aa of AA rating. Dit is de op twee na hoogste rating klasse. Het is aannemelijk dat de CMBS van een dergelijke instelling een zelfde rating classificatie heeft. Het gaat dus om CMBS'en met een triple A of dubbel A rating. Dat de schuld een hogere waardering kan hebben dan het bedrijf zelf komt doordat een CMBS in tranches uitgegeven kan worden. Het veiligste deel is dan triple A en het laatste deel heeft een veel lagere waardering. Dit kan voor de funding van de corporatie gemiddeld worden.

In Europa zijn de afgelopen jaren weinig CMBS'en uitgegeven zoals te zien is in figuur 26, waar de waarde van de CMBS transacties in dat jaar wordt weergegeven. In de Verenigde Staten heeft de markt zich echter al langer hersteld.

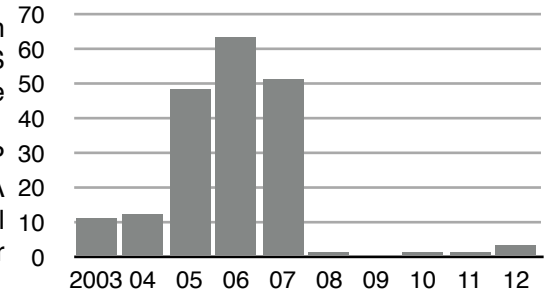
De super-senior delen van een recente CMBS zijn door JP Morgan geprijsd op 82 basispunten over de IRS. Voor triple A gewaardeerde CMBS'en bevindt de gemiddelde spread zich al langere tijd rond de 80 basispunten. Deze kent echter cyclische uitslagen van 8-10 basispunten.

De Junior triple A kent een opslag van 107 basispunten de single A telt 180 basispunten (CMAAlert, 2013).

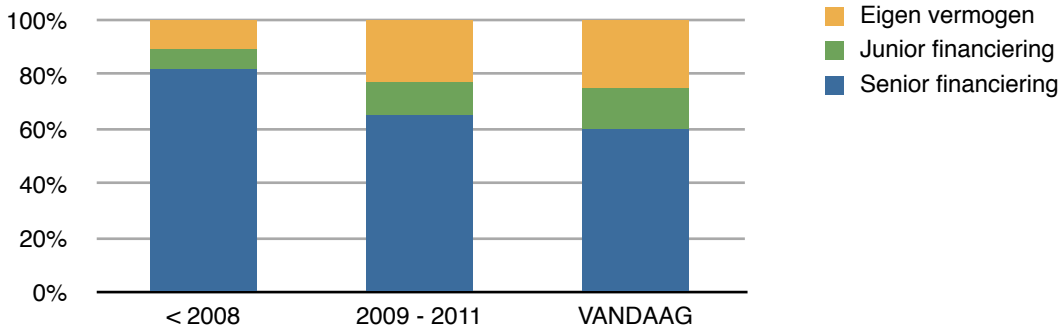
Aangenomen kan worden dat als er conservatief gefinancierd

wordt, een groot deel van de hypotheek vergeleken kan worden met triple A, zeker als er in tranches gewerkt wordt. Een kleiner deel van de hypotheek financiering zal echter single A zijn. Dit zal betekenen dat corporaties een opslag tussen de 80 en 180 basispunten zullen betalen. Deze verwachting komt ook overeen met de data van recent uitgegeven CMBS'en.

De totale gewogen kostenvoet is afhankelijk van de rating, het onderpand, de LTV en de ICR. De LTV is tegenwoordig conservatiever dan deze voor 2008 was. Toen kon tot 80 procent van de waarde gefinancierd worden met senior hypotheken, in figuur 27 is te zien dat dit is afgenomen tot 60 procent.



Figuur 26: CMBS uitgifte in Europa (Watkins, 2013)



Figuur 27: Opbouw leningverstrekking (Wallace, 2012)

9.6. Banklening

9.6.1. Structuur

Een banklening omvat hetzelfde principe als een hypotheek, echter zonder vastgoed als onderpand. Vastgoed heeft een lange looptijd, om dit duurzaam te financieren is het dan ook aan te raden dit lang te financieren. De praktijk heeft aangetoond dat corporaties zich bij lage rente stand vaak korter financieren, echter neemt het beschikbaarheidsrisico dan toe. Uit oogpunt van het nastreven van financiële continuïteit is het dus aan te raden de operaties voor een groot deel lang te financieren (Kroeze, 2013).

Deze financiering gaat op basis van de kredietwaardigheid van de leningnemer en het specifieke risico profiel. De corporatiesector steunt daarin nu nog erg op de impliciete staatssteun. Vanwege de verschillende belangen die de commerciële banken en het WSW hebben ziet het WSW liever niet dat er op grote schaal niet geborgde financiering wordt aangetrokken. Wegens de geringe blootstelling aan de markt vreest het WSW dat de commerciële banken een harde lijn zullen opteren bij een eventuele wanbetaling of faillissement van een corporatie. Dit zou de zekerheidspositie van het WSW ondergraven en de afhandeling van een dreigend faillissement bemoeilijken (Kroeze, 2013).

9.6.2. Financieel kader

Stadgenoot heeft als enige Nederlandse woningcorporatie ervaring met het zelfstandig ophalen van geld door middel van een onderhandse lening op basis van hun kredietrating. Stadgenoot heeft bij Standard & Poor's een AA rating met stabiele outlook (Standard & Poor's, 2012). Op basis daarvan heeft Stadgenoot in de eerste helft van 2012 een lening van € 54 miljoen aangetrokken bij Warburg, een Duitse Private Bank (Hutting, 2012).

"[Voor o]ngeborgde kredieten [...] hebben we een kwart procent meer rente betaald [..]. Dat heeft te maken met het moment, met [de] looptijd. Sommige looptijden hebben een grotere marge, andere kleiner. Maar wij hebben lange looptijden, 20 en 30 jarige leningen aangetrokken en daar waren de kredietopslagen zeer gering. En ook veel geringer dan bijvoorbeeld de banken die de leningen gearrangeerd hebben bij beleggers, [...] die betalen voor dezelfde looptijden afhankelijk van hun kwaliteit 200 marge ten opzichte van geborgde leningen. 100 tot 300 basispunten. [Warburg vroeg] 25 punten ten opzichte van geborgde leningen. En geborgde leningen deden in die tijd zo'n 125 a 150 basispunten.. Dus wij hebben zo'n 160 175 basispunten opslag betaald. Maar dit is nog steeds heel erg laag." (Santos, 2013)

Stadgenoot betaalt 4,19 procent met een 30 jarige looptijd (Hutting, 2012). Eerder onderzoek van Finance Ideas naar ongeborgde kredieten gaf een verwachte opslag van 50 tot 100 basispunten ten opzichte van geborgd krediet (2011).

Voor de corporaties die nog ongeborgd krediet aantrekken zijn de opslagen opgelopen ten opzicht van de in 2011 verwachte spread. Op dit moment [4 april 2013] vraagt ING een opslag van 250 tot 300 basispunten op de 10-jaars IRS. De 10-jaars IRS staat momenteel op 162 basispunten. Dit betekent dat corporaties vreemd vermogen aan kunnen trekken met een interest percentage tussen de 4,12 procent en 4,62 procent. De overige voorwaarden van de financier is dat de interest coverage ratio (ICR) 1,5 bedraagt en de debt service coverage ratio (DSCR) minstens 1,0. De loan-to-value (LTV) bedraagt maximaal 60% op basis van marktwaarde in verhuurde staat. Svenska Handelsbanken financiert een LTV tussen de 60 en 65 procent op basis van de portefeuille met een ICR van 2,0. Deutsche Hypo financiert tot 10 maal de bruto jaarhuur. Financiering is alleen beschikbaar in combinatie met huisbankierschap. Deze eis wordt gesteld om als financier beter zicht te hebben op de kasstromen en te kunnen sturen op de ontwikkelingen. Dit is de gebruikelijke praktijk binnen de vastgoedfinanciering.

9.7. Obligatie uitgifte

9.7.1. structuur

Een obligatie is een schuldbewijs aan de uitgevende instelling in het bezit van een andere instelling. Obligaties dienen als alternatief voor bankfinancieringen, de lenende partij haalt, met de bank als makelaar, direct geld op bij beleggers.

Er zijn verschillende methoden om obligaties uit te geven. Dit kan genoteerd aan de Euronext, hiervoor is echter een schaalgrootte van meer dan € 500 miljoen noodzakelijk. Bij plaatsing aan de Alternext, kunnen uitgiftes vanaf € 50 tot € 100 miljoen geplaatst worden. Bij genoteerde obligaties gaat het om publiek verhandelbaar schuldpapier. Dit is met name toegankelijk voor institutionele partijen met een kredietwaardering, voorbeelden hiervan zijn Corio en Unibail-Rodamco. Onderhandse uitgiftes kunnen tegen afwijkende bedragen geplaatst worden afhankelijk van vraag en aanbod, deze worden afgestemd op de wensen van de lenende partij en de financier. Deze markt is ook toegankelijk voor kleinere partijen zonder rating, twee Nederlandse vastgoedbeleggers die recent via de onderhandse markt geld hebben opgehaald zijn Wereldhave en Vastned.

Naast de markten verschillen de obligaties op de volgende vlakken; de inrichting van de convenanten, het kredietmanagement en het gemak waarmee de obligatie heronderhandeld kan worden. Obligaties in het algemeen en EMNT, European medium Term Notes, de standaard euro obligatie specifiek verschillen van een bank krediet op de punten vermeld in tabel 19.

Bancair krediet	Obligatie uitgifte
Maatwerk op balans van bank	Funding- en renterisicomanagement
Kleine volumes per lening (0,5 mln-250mln)	Grotere volumes per lening (20mln - 5 mrd)
Beperkt aantal aanbieders	Breed aantal aanbieders
Geen liquiditeit van het papier	Liquiditeit van het schuldpapier
Beperkte administratieve inspanning	Administratieve inspanning
Weinig kosten	Initiële kosten
Risico-opslag mede afhankelijk van risico-positie van de bank	Risico-opslag op basis van kredietwaardigheid van uitgevende instelling
Opslag is laag door borging	Opslag is laag door borging en liquiditeit
Looptijd van 2 tot 50 jaar	Looptijd van 2 tot 50 jaar

Tabel 19: Bancair krediet en obligaties (Rink, 2011)

9.7.2. Financieel kader

Uit onderzoek van de Federal Reserve Bank van San Fransisco is gebleken dat via onderhandse plaatsing gemiddeld \$ 65 miljoen opgehaald werd met een looptijd van 11 jaar. Bij genoteerde obligaties was dat \$ 154 miljoen met een looptijd van 15 jaar. Gemiddeld genomen zijn de genoteerde obligaties 39 basispunten goedkoper dan de onderhandse obligaties (Kwan & Carleton, 2004).

Naast het mogelijk niet hebben van een (investment grade) rating zijn er meerdere redenen om te kiezen voor een (duurdere) onderhandse obligatie. Deze redenen zijn onder andere de omvang van de uitgifte (kleinere uitgiftes zijn meer geschikt om onderhands te plaatsen) en de al bestaande verhouding tussen eigen en vreemd vermogen (leverage ratio).

In het najaar van 2010 heeft Corio € 500 miljoen opgehaald tegen een rente van 4.625 procent. Dit is een opslag tussen 100 en 200 basispunten ten opzichte van de toenmalige 10-jaars IRS (Corio, 2010; Economagic.com, 2013).

Uit een vergelijkend onderzoek naar de financieringsmix tussen drie corporaties die in het jaarverslag op marktwaarde waarden (Mitros, De Alliantie en Ymere), de vier al genoemde Nederlandse winkelvastgoed beleggers en Vesteda, een commerciële woningbelegger, is gebleken dat de commerciële partijen zich niet alleen via meer verschillende bronnen financieren maar daar gemiddeld ook minder rente op betalen dan de drie corporaties in de vergelijking.

De vergelijking is gemaakt met winkelvastgoed omdat de commerciële exploitatie van winkels opweegt tegen het lage leegstandsrisico van een corporatiewoning. Dit plaatst beide typen partijen op hetzelfde gewogen risico-rendementsprofiel. De vergelijking met Vesteda toont het verschil tussen commerciële en sociale exploitatie.

De primaire reden dat corporaties een hogere gemiddelde rentevoet hebben is dat corporaties een gemiddelde resterende looptijd hebben van 7 jaar (Pureveen, 2013). Bij de commerciële beleggers is dit

gemiddeld slechts 3,5 jaar. Zoals in figuur 3 goed weergeeft is langere financiering duurder. De illiquideitscomponent en inflatie nemen toe. Daarnaast is de financier bij langere beschikbaarheidsstelling ook voor een langere periode blootgesteld aan de markt- en leningnemersspecifieke risico's. Ook hiervoor wordt een component meegenomen door middel van een hogere renteopslag.

Het voordeel van langere financiering is, dat ondanks de hogere kosten, de onzekerheid voor de leningnemer afneemt. Het herfinancieringsrisico ligt bij de financier, niet bij de woningcorporatie. De duur van de assets (de woninginvestering) en de liabilities (de financiering) zijn dan beter op elkaar afgestemd.

Daarnaast hebben corporaties in vergelijking ook redelijk veel korte financiering. Dit is niet in lijn met de looptijd van hun assets en legt dan ook een redelijk groot risico bij de corporatie neer. Het WSW signaleert ook dat als de rente laag is, corporaties geneigd zijn om (ongeborgde) korte financiering aan te trekken (Kroeze, 2013). Dit drukt de rente lasten op dat moment maar kan op termijn een risico voor de corporatie vormen als de rente stijgt. Het is van belang dat deze beslissingen genomen worden op basis van actief treasury management met een afgewogen financieringsmix. Deze afweging moet dus deel uitmaken van het totaal aan financiering en moet niet ingegeven worden door de jacht naar goedkopere financiering.

	Unibail Rodamco	Corio	Wereldhave	Vastned	Mitros	De Alliantie	Ymere	Vesteda
LTV	37%	40%	44%	44%	31%	23%	41%	39%
Looptijd	4,9	4,7	3,1	3,5		5,3		2,4
Banklening	23%	68%	56%	78%	86%	85%	77%	6%
Obligaties	60%	26%	3%	-	-	-	-	93%
Converteerbare obligaties	7%	-	35%	-	-	-	-	-
Korte financiering	10%	6%	6%	22%	14%	15%	23%	1%
Gemiddelde rentevoet	3,40%	3,90%	3,30%	4,33%	3,83%	4,18%	4,41%	4,27%

Tabel 20: Vergelijking financieringsmix (Corio, 2013; De Alliantie, 2012; Mitros, 2012; Unibail-Rodamco, 2013; Vastned, 2013; Vesteda, 2012; Wereldhave, 2013; Ymere, 2012)

Deze vergelijking tussen de verschillende partijen toont dus aan dat corporaties ondanks de lange gemiddelde looptijd van de financiering toch voor 18 procent kort gefinancierd zijn (tabel 20). Nu zijn dit niet alleen kortlopende leningen maar ook openstaande facturen en andere posten die op korte termijn voldaan moeten worden, maar het is aanzienlijk hoger dan de gemiddeld 9 procent die de commerciële partijen kort hebben gefinancierd.

Afhankelijk van de bedrijfsvoering van de corporaties en de wijze waarop ze naar de markt communiceren is het aantrekken van obligaties dus een reële mogelijkheid. Dit kan zowel ongeborgd als geborgd plaats vinden.

De opslagen van de financiering zijn afhankelijk van het risico wat de financier loopt. Dit risico komt tot uiting in de krediet waardering die de leningnemer heeft. De basis van de rentevergoeding is de Europese interest rate swap. Deze loopt op van 44 basispunten voor de looptijd van 1 jaar naar 217 basispunten voor 10 jaar (Finance Ideas, 2013c). Dit is de basislijn. De opslagen lopen ook op met de looptijd van de lening. Voor het WSW is gekozen voor de gemiddelde triple A opslag zoals vermeld in de Thomson Reuters (2013) database. Stadgenoot en De Alliantie hebben beide een dubbel A waardering. Om een inschatting te maken van de gemiddelde opslag voor corporaties is uitgegaan van de gewogen gemiddelde opslag van dubbel A gewaardeerde financiële instellingen en overheden.

9.8. Pfandbrief

9.8.1. Structuur

De pfandbrief is een meer dan 200 jaar in de Duitse wet verankerde covered bond, een covered bond is een obligatie met extra zekerheden. De pfandbrief is in de Duitse Pfandbriefgesetz (Wet Pfandbrief) vastgelegd., door dit wettelijke vangnet is de Pfandbrief een van de veiligste obligatievormen ter wereld. Alleen staatsobligaties van landen met een hoge kredietwaardering hebben een nog hogere betrouwbaarheid (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a).

Er zijn vier typen pfandbrieven. Dat zijn de vastgoed-pfandbrief, de schepen-pfandbrief, de vliegtuigen-pfandbrief en de pfandbrief voor de publieke sector. De pfandbrieven worden naast Duitsland alleen uitgegeven aan partijen waarvan het onderpand gevestigd is in de EU, EEA landen, Zwitserland, USA, Canada en Japan (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a).

De basis van de zekerheidsstructuur van de pfandbrief is het onderpand wat gegeven wordt ten behoeve van de dekking van de obligatiehouder en de verhouding tussen de waarde van het onderpand en de hoogte van de pfandbrief (de LTV). Via een pfandbrief kan 60 procent van de maximale hypotheekwaarde worden gefinancierd (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a). Voor de financiering van vastgoed is de waarderingmethode wettelijk gedefinieerd. Deze taxatie bepaalt de maximale hypotheekwaarde van het object (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a, 2012b).

De netto contante waarde van de zekerheden in de, bij faillissement van de bankbalans afgeschermd, onderpandsstructuur moet wettelijk minstens 102 procent van de uitstaande verplichtingen betreffen (Verband Deutscher pfandbriefbanken, 2012a).

9.8.2. Financieel kader

De spreads van vastgoed-pfandbrieven ten opzicht van de 10 jaars IRS is opgelopen van 40 basispunten in juli 2009 tot 70 basispunten ten opzichte van de 10 jaars IRS in juli 2011. De spread voor Public finance ligt op 10 tot 20 basispunten boven de IRS (DG HYP, 2011).

9.9. Onderlinge waarborgmaatschappij

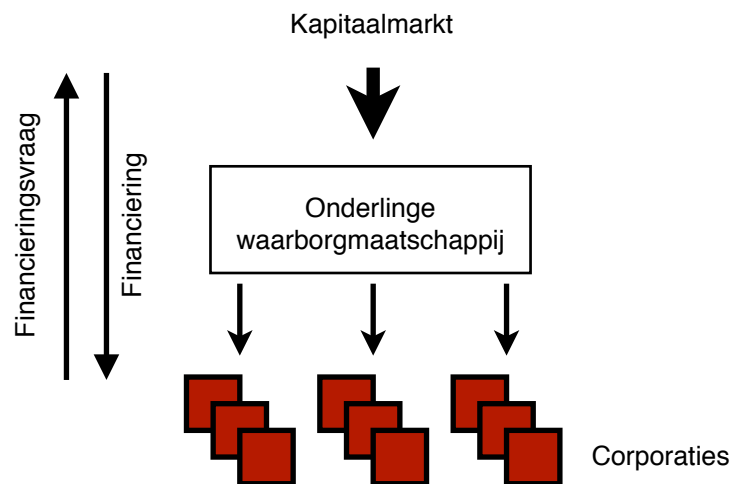
9.9.1. Structuur

Financiering via een onderlinge waarborgmaatschappij zonder achtervang van het rijk is een mogelijkheid mits er financiële discipline is bij corporaties. Naar analogie met de waardering bij pensioenfondsen worden de verplichtingen op de lange termijn in relatie gebracht met het vermogen op de lange termijn.

In Engeland is dit gedaan via het THFC, The Housing Finance Corporation Limited, het financieringsvehikel van de corporaties. Het THFC inventariseert de financieringsvraag vanuit de deelnemende corporaties, bundelt vervolgens de financieringsvraag en geeft voor het gezamenlijke bedrag obligaties uit op de kapitaalmarkt, via private plaatsing of leningen bij de Europese Investeringsbank (EIB). Het THFC leent tegen dezelfde renteopslag en aflossingsschema's door aan de deelnemende corporaties en neemt zodoende zelf geen positie in (figuur 28) (Hutting, 2012).

De financiers hebben als zekerheid een vast deel van alle leningen die reeds zijn uitgezet of nog worden uitgezet door het THFC. Het THFC heeft het vastgoed van de deelnemende corporaties als onderpand. De financier heeft dus geen vastgoed als onderpand, maar het THFC heeft een eigen vermogensbuffer (Debt Service Trust, voldoende voor een half jaar rente betalingen) en uiteindelijk het vastgoed als onderpand (Heywood, 2010; Hutting, 2012).

Het THFC voert geen prijsdifferentiatie door per deelnemende corporatie. Er zijn echter per deelnemer strikte controles en eisen aan de historische en begrote resultaten, de vastgoedportefeuille, het management van de corporatie, de interne governance en de risico's (Hutting, 2012).



Figuur 28: Structuur onderlinge waarborgmaatschappij

9.9.2. Financieel kader

Een onderlinge waarborgmaatschappij zal gestandaardiseerde obligaties uit geven op de kapitaalmarkt. Afhankelijk van de deelnemende corporaties en de regeling van het onderpand zal de financiering door een lager risicoprofiel goedkoper kunnen zijn dan als een corporatie zelfstandig de markt op gaat. In plaats van een A gewaardeerd schuld papier zou dit dat dubbel- of triple A kunnen zijn, met de daarbij behorende spread. Echter moeten de participerende corporaties eerst investeren in het opzetten van de waarborg en het storten van eigen vermogen waartegen geleend kan worden.

9.10. Pensioenfonds en verzekeraar

9.10.1. Structuur

In plaats van direct te investeren kan een verzekeraar of pensioenfonds ook een lening verschaffen aan een corporatie. Voordeel hiervan kan zijn dat dit een vastrentende financiering kan zijn, waardoor het risico voor het fonds afneemt. Daarnaast vallen vastgoedfinancieringen in een andere categorie dan vastgoedinvesteringen onder Solvency II waardoor het kapitaalsbeslag lager is voor de vermogensverschaffer (PWC, 2011). Het Franse AXA is op dit moment de enige partij met een groot Europees fonds voor vreemd vermogensverschaffing in het vastgoed (debt fund).

9.10.2. Financieel kader

AXA heeft een debt fund opgezet dat met name senior schulden (LTV tussen de 0 en 60%) zal verschaffen aan vastgoedinvesteerders. De focus ligt hierbij op vastgoed met een hoge kwaliteit inkomen, zonder leegstands- of ontwikkelrisico. De marges voor die fonds lagen in 2011 op 200-400 basispunten boven de 10 jaars IRS. Het fonds omvat op dit moment 2,5 miljard euro die wereldwijd geïnvesteerd kan worden (Thomas, 2011).

Sinds de terugval van de banken is het voor institutionele beleggers interessanter geworden om vastgoed te financieren. Inmiddels zijn de marges opgelopen van gemiddeld 100 punten boven de IRS ten tijde van de vastgoedbubbel, naar 300 halverwege 2011 tot 450 in 2012 (Patterson, 2012; Wallace, 2012). Dit correspondeert met een rentepercentage tussen de 4 en 6 procent voor de senior tranche, andere soorten financiering hebben hogere opslagen, zie tabel 21.

Leningtype	LTV in %	Rentetarief in %
Senior tranche	0-60	4-6
Achtergestelde leningen	60-80	8-15
Senior en mezzanine, gebundelde financiering	0-75	6-8
Mixed debt	0-80	8-10
Opkopen van "non performing" leningen tegen een korting	50-100	15-20

Tabel 21: Leningsmogelijkheden en rentetarieven (Inrev, 2012)

9.11. Validatie reële financieringswijzen

Voor de validatie van de financieringswijzen is gebruik gemaakt van een expert panel van bankiers. Door de beperkte ervaring van financiers met de woningcorporaties en met name de toepassing van de door dit onderzoek kansrijk geachte financieringswijzen bestaat het panel uit slechts twee bankiers. Dit zijn Ceel Elemans, Senior Sectormanager Public Sector bij ING Nederland, Jeroen Belt Associate Director Commercial Real Estate bij NIBC. Hoewel dit beperkt is, komt de input voor het overgrote merendeel overeen met de literatuur en biedt het dus een stevig houvast voor de verdere uitwerking van de modelinput. Hieronder wordt per financieringswijze de consensus van de financiers weergegeven. Deze, gecombineerd met de literatuurstudie en interviews die hieraan vooraf zijn gegaan leidt tot de definitieve spreads die in het model worden opgenomen.

Hierbij moet opgemerkt worden dat voor dit expertpanel uit is gegaan van bestaande corporaties, vergelijkbaar met een A(A) tot BB(B) rating in het model, corporaties met een slechtere uitgangspositie en een rating die speculatief is, zullen in de praktijk waarschijnlijk geen gebruik kunnen maken van de genoemde financieringsmogelijkheden en indien de markten geld beschikbaar stellen zal dit tegen zeer hoge vergoedingen gaan, dit is al te zien in de kredietopslagen afhankelijk van de rating zoals deze in de Thomson Reuters database (2013) genoteerd staan en in het model gebruikt worden.

9.11.1. WSW geborgde lening

De financiers noemen de WSW normen zoals gepubliceerd op de site van het WSW, waarbij Jeroen Belt aangeeft dat hij verwacht dat de spread af zal gaan nemen. De spread is met de huidige IRS (september 2013) van 2% en een rentemaximum van 2,75% voor 10-jaars financiering dus 0,75% oftewel 75 basispunten. De LTV die onder de WSW financiering wordt toegestaan is maximaal 50%. Met dit in het achterhoofd is de Rating classificatie van BBB gemaximeerd op een LTV van 50%. Met een lagere rating zal dus geen WSW financiering beschikbaar zijn, een classificatie uit het model laten komt de inzichtelijkheid niet ten goede zodoende is er om modelmatige redenen hier dan ook gekozen voor een opslag van 4.000 basispunten.

Hier wordt de spread erg beïnvloed doordat de lange rente in de maand augustus sterk gestegen is door de uitspraken van Ben Bernanke, voorzitter van de Fed, over afbouw van de verruiming van het monetaire beleid. Omdat het WSW een netto rente maximum afgeeft, neemt de spread hierin snel af. Voor de invulling van het model in de komende is uitgegaan van de gemiddelde spread per maand voor de afgelopen 2 jaar. Met een gemiddeld rentemaximum van 3%, variërend van 2,25% tot 3,50% van en een gemiddelde IRS van 2% variërend van 1,48% tot 2,80%, komt de spread op 96 basispunten uit (tabel 22). Omdat het hier een langere historische reeks betreft komt dit de betrouwbaarheid ten goede.

Maand	WSW Rentemaximum	IRS	Opslag
aug-13	2,75%	1,96%	0,79%
jun-13	2,50%	1,71%	0,79%
apr-13	2,50%	1,67%	0,83%
feb-13	3,00%	1,87%	1,13%
dec-12	2,75%	1,68%	1,07%
okt-12	2,75%	1,77%	0,98%
aug-12	3,00%	1,80%	1,20%
jun-12	3,25%	1,75%	1,50%
apr-12	3,50%	2,31%	1,19%
feb-12	3,50%	2,28%	1,22%
dec-11	3,50%	2,62%	0,88%
okt-11	3,25%	2,47%	0,78%
			0,96%
			gemiddelde

Tabel 22: Rentemaximum en opslagen ten opzichte van de IRS (Thomson Reuters, 2013; WSW, 2013d)

9.11.2. Hypotheek

De maximale spread van een commerciële hypotheek wordt door de financiers bepaald op 300 tot 350 basispunten, hetgeen overeenkomt met de resultaten van de literatuur (300 bp). De minimale spread uit de literatuur was 80 basispunten. Deze wordt door de financiers op of boven de 100 geplaatst. ING plaatst deze op 250 basispunten, wat zeer veel afwijkt van zowel literatuur als de andere financier. Afgaande op de beperkingen die gesteld worden aan de hypotheek met 100 bp opslag, zoals volledige zekerheid op het vastgoed waarbij het vastgoed afgescheiden wordt van de rest van de onderneming, mogelijk contractueel of door middel van het onderbrengen van het gefinancierde project in een losse entiteit (ring fenced asset financiering), is er in dit onderzoek uitgegaan van deze opslag met als opmerking dat de kwaliteit van het project een zeer belangrijke rol speelt. Zoals Ceel Elemans het verwoord "[Deze opslagen gaan alleen op voor de] financiering van bestaand verhuurd vastgoed met een gezonde achterliggende kasstroom. Naast kwantitatieve criteria gelden hier ook kwalitatieve criteria zoals kwaliteit vastgoed, ligging, onderhoudsbijdrage." Afhankelijk van de kwaliteit van het project kunnen de opslagen ook hier weer verschillen.

Bij hypotheekleningen geldt een financiering tot 60%, net zoals bij de WSW leningen is ook voor de hypotheek de rating klasse afgestemd op de maximale LTV. Tot rating BB is de corporatie in staat om een commerciële hypotheek aan te trekken, daarna zal dit niet langer beschikbaar zijn, zodoende is ook hier de opslag op 4.000 basispunten gezet.

9.11.3. Banklening

De banklening op holding (corporatie) niveau zou volgens de literatuur een opslag tussen de 250 en 300 basispunten vragen. De financiers denken dat voor solide, financieel gezonde corporaties een banklening kan vanaf 150 basispunten. Voor een corporatie met een minder goede uitgangspositie echter zullen de spreads richting de 250 tot 350 basispunten gaan. Waarbij ook bij deze leningen verhaalsrecht op het onderliggende vastgoed gevestigd zal worden met mogelijkheid tot verhaal op bezit buiten de financiering. Maar in deze situatie speelt ook mee dat corporaties nu nog altijd profiteren van de impliciete staatsgarantie en de borging en zekerheden. Als hiervoor gecorrigeerd wordt zullen de opslagen aan de bovenkant van de marge liggen.

9.11.4. Obligatie uitgifte

Waar het de obligatie uitgifte betreft heeft NIBC de meeste ervaring omdat zij vanuit hun advies en financieringsbegeleiding meer kennis van deze markt hebben, ING heeft dit meer gescheiden. Jeroen Belt stelt de spreads gelijk aan de spreads die in de literatuur gevonden zijn. Als verdere voorwaarden stelt hij dat een financieringsvolume van € 1 miljard het minimum is voor een groot deel van de markt. Daarnaast zal de corporatie regelmatig de markt op moeten om geld op te halen om een track record op te bouwen en toegang te houden en is een kredietrating van BBB of hoger (investment grade) noodzakelijk.

9.11.5. Pfandbrief

De spreads voor de vastgoed-pfandbrief die in de literatuur zijn gevonden liggen lager dan de ervaring van de financiers is. Stelt de literatuur dat een opslag tussen de 40 en 70 basispunten zal liggen, in de huidige markt zal dat tussen de 100 en 200 zijn. Hiermee liggen de pfandbrieven in lijn met de andere obligaties. De zekerheden zoals in de wet verankerd worden ook door de financiers onderschreven.

9.11.6. Pensioenfondsen en verzekeraar

Ook hierbij sluiten de financiers aan bij de gegevens uit de literatuur. Dat wordt vertaald in opslagen tussen de 250 en 350 basispunten. Hierbij wordt wel opgemerkt dat het hier een product markt combinatie betreft die nog onvoldoende is beproefd en dat de markt zich nog verder moet ontwikkelen wil het als een volwaardige financieringswijze beschouwd worden. Hierbij is het geval dat de markt klein en onbekend is wat de betrouwbaarheid van deze opslagen niet ten goede komt.

9.11.7. Eigen vermogen

Voor de eigen vermogens versterkende methoden, het beursgenoteerde fonds, het niet genoteerde fonds en de investering door een pensioenfonds geef NIBC rendementseisen aan tussen de 5 en 7 procent. Dit is in lijn met de verwachting en de huidige marktgegevens die bij hold-sell analyses voor woningcorporaties

worden gehanteerd. Bij pensioenuitvoerder MN wordt een rendementseis van 6,6% op het vermogen gehanteerd voor vastgoedinvesteringen. Jeroen Belt tekent hierbij aan dat de corporatie dan bloot gesteld wordt aan de tucht van de markt maar geeft hier geen waardeoordeel over.

9.12. Conclusie opslagen

Concluderend samengevat in tabel 23 is te zien dat de de opslagen voor een triple A corporatie uiteenlopen tussen de 60 en 100 basispunten en vervolgens lopen deze op tot 300 tot 350 basispunten voor BB corporaties. Met een lagere rating zal naar verwachting of geen financiering meer verstrekt worden of zullen de opslagen zo hoog zijn dat de rente en aflossing niet uit de kasstromen kan worden voldaan.

2013	Banklening	Geborgde WSW lening	Hypothecaire financiering	Obligatie uitgifte	Onderlinge waarborg-maatschappij	Pensioenfondsen verzekeraar	Pfand-brief
AAA	100	75	60	60	60	125	60
AA	125	75	60	100	80	150	107
A	150	75	100	125	105	250	124
BBB	225	75	200	150	150	300	150
BB	300		300	275	330	350	275
B	500			380	380		
CCC	1.200			1.200	1.200		
CC	1.500			1.500	1.500		
C	2.000			2.000	2.000		
D	4.000			4.000	4.000		

Tabel 23: Opslagen in basispunten voor de financieringswijzen

10. Uitwerking financieel model

10.1.Theorie

Aan de hand van onderzoek gedaan door Citigroup (Cohen, 2003) dat uitbreidt op het kapitaalstructuur onderzoek gedaan door Modigliani & Miller (1958) kan aan de hand van de resultatenrekening van de corporatie een curve voor de gewogen kapitaalkostenvoet (WACC) worden opgesteld. Hiermee wordt aan de hand van de op het capital asset pricing model (CAPM) gebaseerde rendementen op eigen vermogen, kosten van vreemd vermogen, de belastingdruk, en de waarden van zowel het eigen- als vreemd vermogen, de kapitaalstructuur met de hoogste totaalwaarde bepaald. De hoogste totaalwaarde is op het punt waar het belastingvoordeel van vreemd vermogensfinanciering nog opweegt tegen de kosten van financiële onzekerheid en de daaraan gerelateerde kans op een faillissement (Cohen, 2003).

De uitbreiding van Cohen (2003) omhelst de implementatie van het wanbetalingsrisico in de WACC (formule 13). Dit gebeurt door middel van het extrapoleren van de schuldpositie naar een kredietwaardering, de daarbij behorende risico opslag en daaruit volgend de kosten van het vreemd vermogen.

$$WACC = \frac{EV}{EV + VV} * REV + \frac{VV}{EV + VV} *(rente\ gewogen\ totaal * (1 - \text{vennootschapsbelasting}))$$

Formule 13: Bepalen WACC (Cohen, 2003)

Hier is EV het eigen vermogen in de onderneming, VV is het totaal vreemd vermogen. REV is het rendement op het eigen vermogen. Hiermee is de gewogen eigen vermogenskostenvoet bepaald. De gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen wordt bepaald door de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen te nemen. Dit wordt vermenigvuldigt met de rente en gecorrigeerd voor het belastingvoordeel. Door deze propositie te corrigeren voor de tijd kunnen transitie, zoals het opbouwen van een track record voor een vastgoedfonds of het aanvragen van een rating en de verandering van de risicovrije rentevoet en opslagen mee worden genomen in het model en biedt het inzicht in de optimale kapitaalstructuur op basis van de financieringswijze over het verloop van de tijd.

10.2. Input financieel model

De optimale verhouding tussen eigen- en vreemd vermogen voor corporaties wordt bepaald aan de hand van de gewogen kapitaalkostenvoet (WACC). De kapitaalkostenvoet bepaalt aan de hand van de verhouding tussen eigen- en vreemd vermogen en de bijbehorende rendementseisen van respectievelijk investeerders, eigenaars of financiers de gemiddelde vergoeding die betaald moet worden over het beschikbaar gestelde kapitaal.

De basis van het financieel model zijn de balans van het vorige boekjaar, de winst- en verliesrekening en de huidige leningportefeuille. Aan de hand van de rating behorende bij de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen worden de opslagen ten opzichte van de risicovrije rentevoet bepaald. Deze opslagen zijn afgeleid van de obligatieopslagen in de Thomson Reuters database (2013), literatuuronderzoek naar de alternatieve financieringswijzen en de herfinancieringsopgave.

10.2.1. Balans en Winst- en verliesrekening

De balans (tabel 24) en winst- en verliesrekening (tabel 25) geven de uitgangssituatie en de ontwikkeling van de financiën over het jaar weer. Hiervoor wordt de indeling gebruikt die ook in het jaarverslag van de woningcorporaties gehanteerd wordt.

Dit model is alleen geschikt voor corporaties die volgens RJ-645 op marktwaarde waarderen en rapporteren. Het grote verschil dat in de nieuwe Richtlijn voor de Jaarverslaglegging (RJ) in 2013 is toegestaan is dat corporaties de keuze hebben om of op marktwaarde of op bedrijfswaarde te rapporteren. De bedrijfswaarde is de exploitatiewaarde van het bezit van de corporatie. Marktwaarde is de waarde waartegen de corporatie de woning in de markt zou kunnen verkopen in de huidige verhuurde staat. Dit is een niet realiseerbare waarde omdat de corporaties nooit in staat zullen zijn om het gehele bezit binnen een korte periode te verkopen. Echter geldt dit ook voor grote commerciële vastgoedpartijen, marktwaarde is dus vooral inzicht gevend in de waarde en de ontwikkeling van hiervan (Pureveen, 2013).

Geconsolideerde balans per 31-12-2012 (x1.000)	
Activa	
Com en Soc vastgoed in expl	€ 1.715.893
Overige vaste activa	€ 74.138
Som der vlottende activa	€ 23.907
Totaal Activa	€ 1.813.938
Passiva	
Groepsvermogen	€ 911.511
Totaal voorzieningen	€ 9.171
Herfinanciering EV	€ -
Herfinanciering VV	€ -
Totaal langlopende schulden (>3j)	€ 708.384
Totaal kortlopende schulden	€ 184.872
Totaal passiva	€ 1.813.938
Geconsolideerde balans per 31-12-2011 (x1.000)	
Activa	
Com en Soc vastgoed in expl	€ 1.715.890
Overige vaste activa	€ 51.746
Som der vlottende activa	€ 23.096
Totaal Activa	€ 1.790.732
Passiva	
Groepsvermogen	€ 998.911
Totaal voorzieningen	€ 19.418
Herfinanciering EV	€ -

Herfinanciering VV	€ -
Totaal langlopende schulden	€ 646.819
Totaal kortlopende schulden	€ 125.584
Totaal passiva	€ 1.790.732

Tabel 24: Balans 2011 en 2012

De winst- en verliesrekening (WVR) geeft inzicht in de prestaties van de onderneming over het jaar. Het gebruik van de geconsolideerde WVR zorgt voor een duidelijk overzicht in een beperkt aantal overzichtelijke categorieën. Ook deze WVR is opgebouwd volgens de regels zoals gestipuleerd in de RJ en zijn voor alle woningcorporaties hetzelfde, ook dit komt de uniformiteit van het model ten goede en zorgt voor de geschiktheid voor alle woningcorporaties. Het resultaat uit de WVR vormt de input voor de balans van het volgende jaar. Het resultaat van het jaar is de waardetoevoeging of –onttrekking aan de onderneming.

GECONSOLIDEERDE W&V REKENING		
	2012	2011
Bedrijfsopbrengsten (x1.000)		
Huuropbrengsten	€ 102.159	€ 98.859
Opbrengsten service contracten	€ 10.364	€ 10.767
Netto verkoopresultaat vastgoed portefeuille	€ 961	€ 861
Geactiveerde productie eigen bedrijf	€ 1.622	€ 2.506
Overige bedrijfsopbrengsten	€ 11.890	€ 5.828
Som opbrengsten	€ 126.996	€ 118.821
Bedrijfslasten (x1.000)		
Afschrijvingen op MVA	€ 790	€ 2.161
Erfpacht	€ -	€ -
Lonen en salarissen & overige personeelskosten	€ 14.193	€ 13.792
Sociale lasten	€ 930	€ 979
Pensioenlasten	€ 2.041	€ 2.044
Onderhoudslasten	€ 24.249	€ 20.818
Leefbaarheid	€ 631	€ 1.277
Lasten service contracten	€ 10.816	€ 10.561
Overige bedrijfslasten	€ 16.028	€ 15.804
Som lasten	€ 69.678	€ 67.436
Bedrijfsresultaat	€ 57.318	€ 51.385
Niet gerealiseerde waardeveranderingen in vastgoedportefeuille	€ -18.850	€ -73.456
Financiële baten en lasten		
Waardeveranderingen van financiële vaste activa en van effecten	€ -677	€ -135
Opbrengsten van financiële vaste activa en effecten	€ -	€ -
Andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	€ 1.870	€ 2.595
Rentelasten en soortgelijke kosten	€ -39.879	€ -32.778
Saldo financiële baten en lasten	€ -38.686	€ -30.318
Resultaat uit gewone bedrijfsvoering voor belastingen	€ -218	€ -52.389
Belastingen	€ 1.062	€ 4.782
Resultaat na belastingen	€ 844	€ -47.607

Tabel 25: Winst- en verliesrekening 2011 en 2012

De koppeling tussen de balans en WVR wordt gemaakt door verschillende elementen uit de WVR van dat jaar en de balans van het vorige jaar op te tellen. Het belangrijkste is de ontwikkeling van de vastgoedportefeuille, deze wordt berekend door de waarde van het vastgoed in het vorige jaar op te tellen bij de niet-gerealiseerde waardeontwikkeling in het huidige jaar minus het verkoopresultaat.

De overige vaste activa zijn afhankelijk van de totale waarde van de activa van het vorige jaar met daarbij opgeteld het resultaat van het huidige jaar minus de met inflatie geïndexeerde vlottende activa en de vastgoedwaarde van het huidige jaar.

Het eigen vermogen wordt bepaald door de totale waarde van de activa te verminderen met alle overige passiva. Het eigen vermogen is het deel van de activa dat niet gefinancierd is met een andere vorm van vermogen. De voorzieningen blijven gedurende het gehele model gelijk. De langlopende schulden, de schulden met een looptijd van 4 jaar of langer, worden bepaald door het rekenmodel de totale som van de leningportefeuille met deze looptijd te laten berekenen, de kortlopende schulden worden berekend door de de langlopende schulden af te trekken van de totale leningportefeuille. Deze verdeling is gemaakt op basis van het verschil tussen de geld- en kapitaalmarkt.

De herfinanciering wordt gegenereerd aan de hand van de door de gebruiker ingevoerde input, deze bepaalt de verhouding tussen herfinanciering met eigen- en vreemd vermogen. Het bedrag per jaar wordt berekend aan de hand van de leningen die afgelost worden aan het einde van het vorige jaar. Dit bepaalt de herfinanciering per begin van het volgende jaar.

10.2.2. Parameters

Aan de hand van de balans en WVR zijn de relevante parameters bepaald die invloed hebben op de ontwikkeling van de financiële positie van de woningcorporatie, dit zijn;

- Vennootschapsbelasting
- Huurverhoging
- Kostenontwikkeling
- Waardeontwikkeling bezit
- Verkoopresultaat
- Ontwikkeling 10-jaars IRS
- Risico premie eigen vermogen
- Inflatie
- Verwachte belastingbetaling

Deze factoren beïnvloeden het verdien vermogen en de waarde van het bezit en hiermee de waarde van de corporatie. In het model worden deze als volgt ingevuld (tabel 26):

Aanvangsjaar	2012					
	2012	2013	2014	2015	16-19	2020
Vennootschapsbelasting	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	...	25,0%
Huurverhoging	3,3%	6,2%	5,4%	4,8%	...	1,8 %
Kostenontwikkeling	3,3%	13,0%	-1,6%	3,0%	...	3,0%
Waardeontwikkeling bezit	-1,1%	0,0%	2,5%	1,2%	...	1,3 %
Verkoopresultaat (x1.000)	€ 961	€1.011	€ 726	€ 1.027	...	€1.040
Ontwikkeling 10 jaars IRS	2,00%	1,75%	2,61%	2,86%	...	3,99%
Risico premie EV	4,48%	4,17%	3,89%	3,89%	...	3,89%
Inflatie	2,50%	2,10%	2,10%	2,10%	...	2,00%
Verwachte belastingbetaling (x 1.000)	€ -1.062	€ -	€ -	€ -	...	€ -3.806

Tabel 26: Input parameters

Per jaar worden de resultaten in de WVR aangepast aan de hand van de parameters. De meeste parameters worden geïndexeerd met inflatie, op deze manier heeft de ontwikkeling van het resultaat de meeste overeenkomst met de ontwikkeling van het algemene prijspeil.

De huurverhoging heeft invloed op de huuropbrengsten. Het verkoopresultaat wordt ingevoerd afhankelijk van het beleid van de corporatie, dit is door corporaties vastgesteld in hun meerjarenbegroting of DPI. De overige opbrengsten worden geïndexeerd met inflatie.

Er wordt uitgegaan van lineaire afschrijving, daardoor blijft deze gedurende de looptijd van het model gelijk. Dit is gedaan om het modelmatig overzichtelijk te houden, de afschrijvingen vormen slechts een kleine post op de WVR en bij een grotere diepgang op dit onderwerp zou dit meer van het model verlangen dan op basis van de mogelijke invloed noodzakelijk is. De onderhoudskosten worden geïndexeerd met de kostenontwikkeling, ook deze is bepaald in de meerjarenbegroting of DPI van de woningcorporatie. Hetzelfde geldt voor de leefbaarheidsuitgaven, de lasten van de service contracten en de overige bedrijfslasten.

De niet gerealiseerde waardeveranderingen in de vastgoedportefeuille worden bepaald door de waarde van het vastgoed in het vorige balansjaar te indexeren met de waardeontwikkeling van het bezit. Deze waardeontwikkeling wordt door corporaties ingeschat op basis van de lokale ontwikkelingen en kan met terugwerkende kracht getoetst worden door een erkend taxateur. Deze variabele is zeer belangrijk vanwege de grote invloed die deze heeft op de ontwikkeling van het eigen vermogen van de woningcorporatie.

De financiële baten en lasten worden geïndexeerd aan de hand van de ontwikkeling van de IRS en zijn zo in lijn met de ontwikkelingen op de financiële markten. De rentelasten worden berekend per jaar aan de hand van de leningportefeuille. De opslagen van de herfinanciering worden bepaald in de WACC berekening.

De belastingbetaling of –teruggave (boekhoudkundig een negatieve betaling) worden ook aan de hand van het beleid van de corporatie en het verwachte resultaat door de corporatie ingevuld.

De IRS kan over de loop der jaren ook veranderen. Om deze verandering te modelleren wordt gebruik gemaakt van de Forward rate. Dit is de huidige verwachting van hoe de IRS in de toekomst zal zijn. Ook de forward rate is te vinden in de Thomson Reuters database (Finance Ideas, 2013c; Thomson Reuters, 2013).

10.3. WACC per jaar

Aan de hand van deze input en leningportefeuille berekent het Excel model (figuur 29) hoe de ontwikkeling van de WVR en balans eruit ziet. Deze vormen de input voor het volgende jaar. Dit maakt het mogelijk om voor ieder jaar een balans en WVR op te stellen aan de hand van de bestaande situatie en de verwachte ontwikkeling van de relevante parameters. Deze reeks van financiële rapportages vormen de input voor het doorrekenen van de WACC.

Het uitgangspunt voor deze berekeningen zijn het bestaande vreemd vermogen, de herfinancieringsopgave in het jaar van berekening en de voorgaande jaren, het eigen vermogen en de totale waarde van de activa zoals eerder beschreven. Er is uitgegaan van de situatie zoals deze nu is, zonder additionele investeringen.

Zoals Miller en Modigliani in hun onderzoek (1958) al stellen is de wijze van financieren niet van invloed op de waarde van het bedrijf en blijft de waarde van de activa dus constant, onafhankelijk van de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen of de financieringswijze.

Vreemd vermogen					Kredietrating					Spread en rente					Schuld en EV					LTV & Beta					REV & WACC				

Figuur 29: Overzicht van het excel model (grotere afbeelding in Bijlage 1)

10.4. Modelvalidatie

Om het model te valideren wordt het doorgerekend op basis van door een corporatie beschikbaar gestelde financiële gegevens. De corporatie is een randstedelijke corporatie met in 2012 circa 18.000 verhuurbare woonegelegenheden. Het CFV classificeert de woningcorporatie in de categorie middelgrote en kleinere herstructureringscorporaties.

De corporatie heeft het jaarverslag over 2012, de meerjarenbegroting, de leningportefeuille per 1 januari 2013 en de Aedex rapportages beschikbaar gesteld om het model mee te valideren.

10.4.1. Leningportefeuille

De leningportefeuille van de woningcorporatie is geanonimiseerd, de namen van de leningverstrekende instellingen zijn vervangen door het type instelling. De woningcorporatie heeft per 1 januari 2013 96 leningen uitstaan met een totaal van € 840 miljoen.

Van deze leningen is € 807,5 miljoen gefinancierd door de Nederlandse sectorbanken. Met € 38 miljoen zijn twee gemeentes waar de corporatie actief is de tweede financier. Verder is er nog € 26 miljoen gefinancierd bij twee commerciële banken en € 21 miljoen bij een tweetal verzekeraars.

10.4.2. Input parameters

De input parameters zijn afgeleid van de meerjarenbegroting van de woningcorporatie. De meerjarenbegroting wordt opgesteld met behulp van WALS. WALS is het door Ortec Finance ontwikkelde *woningcorporatie asset liability systeem*. WALS genereert meerdere jaarbegrotingen. Aan de hand daarvan kan gemakkelijk het percentage van de huurverhoging en de kosten- en waardeontwikkeling berekend worden. Deze percentages worden vervolgens overgenomen in het financieringsmodel. Het verkoopresultaat en de verwachte belasting betaling kunnen rechtstreeks worden overgenomen uit de meerjarenbegroting.

10.5. Uitwerking modelstappen

Het model bestaat uit 7 stappen, aan de hand van de input worden de financieringsbedragen en balans- en marktwaarden ingevoerd.

10.5.1. Nominale bestaande schuld

De nominale bestaande schuld wordt per jaar in het model overgenomen uit de input balans en winst- en verliesrekening. Om de WACC te bepalen wordt de bestaande schuld in 24 stappen naar nul gebracht, er is voor 24 gekozen op basis van een realistische interval op basis van de ontwikkeling van de WACC en een totaal van 50 variaties. De herfinancieringsopgaven worden op een zelfde schaal afgewaardeerd naar nul. Omdat de waarde van de activa hetzelfde blijft neemt het eigen vermogen toe tot dat een waarde heeft gelijk aan de activa. De andere kant op wordt het zelfde proces gevolgd, de schuld wordt in 24 stappen

opgevoerd. Hierbij neemt met iedere stap het eigen vermogen af in overeenstemming met de door Miller en Modigliani (1958) gestelde waarde van de onderneming.

10.5.2. Herfinanciering

Vervolgens wordt per jaar de herfinanciering op een zelfde wijze als de bestaande schuld in de berekening ingevuld en in eenzelfde aantal stappen gevarieerd. Voor elk jaar wordt een extra kolom aan het model toegevoegd. De herfinancieringsopgave per jaar wordt bepaald door de bestaande leningportefeuille te nemen en daar te berekenen welk deel van de portefeuille dat jaar expireert en herfinanciering behoeft. Aan de hand van dit bedrag kan de corporatie hier een financieringsmix voor samenstellen. In het model is om modelmatige redenen een maximum van vier verschillende financieringswijzen per jaar gekozen, met 4 mogelijkheden blijven de formules overzichtelijk. Op basis van de herfinancieringsopgave kan door middel van percentages voor een tot vier financieringswijzen worden gekozen. De financieringswijze wordt vervolgens gekozen (zie tabel 27). Aan de hand daarvan berekent het model het bedrag, vult in of het eigen- of vreemd vermogen betreft en kent door middel van een als-formule een numerieke code toe aan de financieringswijze die overeenstemt met het rijnummer in de financieringsspread tabel (tabel 29) van het corresponderende jaar.

2013	Totaal bedrag	percentage	financieringswijze			
	€ 1.815	50%	Banklening	VV	€908	1
		50%	Onderlinge waarborgmaatschappij	VV	€ 908	5
		0%	n.v.t.		€ -	0
		0%	n.v.t.		€ -	0
		100%		100%		

Tabel 27: Input herfinanciering

10.5.3. Kredietrating

Om de financiële stabiliteit te vergelijken wordt er een geabstraheerde rating classificatie toegepast op de corporatie. Deze is gebaseerd op de verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen, de solvabiliteit. Deze kan ieder jaar verschillen, bijvoorbeeld door verwachte rentestijgingen of afgenomen verdienvermogen. Deze kan in het model dan ook per jaar aangepast worden. bij een officiële rating spelen meer factoren een rol om tot een afgewogen rating voor een instelling te komen. Dit vergt echter zoveel modelmatige en statistische berekeningen dat voor dit onderzoek gekozen is voor de focus van een van de belangrijkste kenmerken van de waardering van een vastgoedbelegger.

Hierbij valt de rating uiteen in twee klassen, investment grade en speculative, deze geven een grove indicatie van de stabiliteit van de onderneming. De maximale LTV ratio's van 0,5 en 0,6 (corresponderend met respectievelijk een BBB en een BB rating) zijn gebaseerd op de eisen die de financiers stellen. Het WSW financiert tot maximaal 50%, commerciële financiers willen bij een hypotheek niet verder gaan dan een loan-to-value van 60%. Door deze getallen in het rating model te integreren biedt de rating een goede houvast voor de spreads (tabel 28).

Door middel van een VBA macro wordt de rating bepaald. De macro werkt in verschillende stappen;

1. De kolom nummering kopie wordt overschreven met de waarde 1, corresponderend met een AAA rating, zodat de spread overal gelijk is en deze geen invloed meer heeft;
2. Door middel van een zoekfunctie in de onderstaande inputmatrix worden zowel de rating als de nummering bepaald op basis van de nominale LTV;
3. Deze uitkomsten worden gekopieerd en als harde waarden in het model geplakt;
4. Aan de hand van de geplakte nummering wordt de definitieve rating berekend door middel van een derde zoekfunctie.

Jaar	Rating	nummering	BPS opslag	% opslag	LTV min	LTV max	klasse
2012	D	10	4000	40,00%	-50	0	speculative
	AAA	1	60	0,60%	0	0,05	investment grade
	AA	2	102	1,02%	0,05	0,2	investment grade
	A	3	114	1,14%	0,2	0,4	investment grade
	BBB	4	150	1,50%	0,4	0,5	investment grade
	BB	5	275	2,75%	0,5	0,6	speculative
	B	6	380	3,80%	0,65	0,7	speculative
	CCC	7	1218	12,18%	0,7	0,75	speculative
	CC	8	1500	15,00%	0,75	0,8	speculative
	C	9	2000	20,00%	0,8	0,9	speculative
	D	10	4000	40,00%	0,9	1	speculative

Tabel 28: Input spreads rating

10.5.4. Kredietopslagen

De opslagen op het vreemd vermogen kunnen per jaar en financieringswijze verschillen en moeten door de corporatie worden bepaald in samenspraak met ervaren financiers om een gedegen parameterbasis te hebben. Per financieringswijze kan de opslag ten opzichte van de IRS per rating classificatie bepaald worden. Ook dit kan weer per jaar worden aangepast. Zo kan het beleid van de centrale banken, de regelgeving voor financiers of investeerdersinteresse een op- of neerwaarts effect hebben op de opslagen ten opzichte van de IRS die per financieringswijze verschilt.

Om de kredietopslag op de bestaande schuld op marktwaarde te waarderen is ook deze afhankelijk gemaakt van de rating van de woningcorporatie. Het percentage opslag in tabel 15 wordt toegepast op de bestaande schuld van de corporatie, waarbij de huidige schuld de reële lentelasten zoveel mogelijk benaderd.

Om de correcte kredietopslag voor de herfinanciering te bepalen wordt gebruik gemaakt van een gecombineerde formule. Door middel van een indexformule wordt op basis van de rating en de financieringswijze de correcte opslag bepaald in tabel 29. De opslag wordt vermenigvuldigd met het herfinancieringspercentage dat bepaald is in tabel 27. De totale som is de gewogen kredietopslag van de herfinanciering.

2013		Banklening	Geborgde WSW lening	Hypothecaire financiering	Obligatie uitgifte	Onderlinge waarborg-maatschappij	Pensioenfondsen verzekeraar	Pfand-brief
	AAA	100	75	60	60	60	125	60
	AA	125	75	60	100	80	150	107
	A	150	75	100	125	105	250	124
	BBB	225	75	200	150	150	300	150
	BB	300	4.000	300	275	330	350	275
	B	500	4.000	4.000	380	380	4.000	4.000
	CCC	1.200	4.000	4.000	1.200	1.200	4.000	4.000
	CC	1.500	4.000	4.000	1.500	1.500	4.000	4.000
	C	2.000	4.000	4.000	2.000	2.000	4.000	4.000
	D	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000

Tabel 29: Input spread financieringswijzen

10.5.5. Totale rentelasten

Nu de spreads bepaald zijn kunnen de totale rentelasten berekend worden. Per jaar wordt de rente bepaald door de spread bij de toen geldende IRS op te tellen, hierbij wordt dus uitgegaan van vastrentend vreemd vermogen gedurende de looptijd. Door deze rente te vermenigvuldigen met het bedrag bepaal je de rente betaling per uitgiftejaar. De som van deze betalingen wordt uiteindelijk gedeeld door de som van de nominale bedragen om zo tot het percentage te komen.

$$\text{Totale rente lasten} = \frac{(\text{Huidige Spread} + \text{IRS}_{\text{jaar } n}) * \text{nominaal bedrag}_{\text{jaar } n} + \text{rente betaling}_{\text{andere jaren}}}{\text{som der nominale bedragen}}$$

Formule 14: Totale rentelasten

Omdat het hier om de netto kasstromen gaat en niet over het doorrekenen van een investering, is het niet noodzakelijk om de rentelasten contant te maken.

10.5.6. Marktwaaarde van de totale schuld

De marktwaaarde van de totale schuld (MWS) wordt vervolgens berekend door de rente op het moment van uitgifte (bepaald door de spread op te tellen bij de toen geldende IRS) te delen door de huidige rente (de spread opgeteld bij de huidige IRS) en dit te vermenigvuldigen met het nominale bedrag, door dit voor alle opeenvolgende jaren te doen en deze op te tellen wordt de totale marktwaaarde van het vreemd vermogen bepaald.

$$\text{MWS}_{\text{jaar } n} = \text{Nominaal bedrag}_{\text{jaar } n} * \frac{\text{Spread} + \text{IRS}_{\text{jaar } n}}{\text{Spread} + \text{huidige IRS}} + \text{MWS}_{\text{andere jaren}}$$

Formule 15: Marktwaaarde schuld voor jaar n

10.5.7. Loan to value ratio

Er zitten twee loan-to-value ratio's in het model. Dit zijn de nominale LTV, gebruikt voor het bepalen van de rating en de markt LTV, op basis van de marktwaaarde van de schuld. De nominale LTV is de nominale schuld gedeeld door de totale balanswaarde. De markt LTV wordt berekend door de marktwaaarde van de schuld te delen door de totale balanswaarde.

10.5.8. Beta

Om het benodigde rendement op het eigen vermogen te bepalen zijn de rendementseis, gegeven in de input (zie tabel 16) en de bèta noodzakelijk. De bèta wordt in twee stappen bepaald, eerst de bèta op basis van de volatiliteit van het resultaat, de unlevered beta en deze wordt vervolgens gecorrigeerd voor vreemd vermogen, de levered bèta.

De unlevered bèta berekend de volatiliteit van de resultaten van de woningcorporatie in vergelijking tot de resultaten van een benchmark. Dit wordt gedaan door de covaratie tussen de beide reeksen rendementen te berekenen en deze te delen door de variatie binnen de rendementen van de benchmark.

$$\text{Unlevered beta} = \frac{\text{COVAR (rendementen benchmark; rendementen woningcorporatie)}}{\text{VARP (rendementen benchmark)}}$$

Formule 16: Unlevered bèta

Er wordt gewerkt met de totale rendementen vastgesteld door de IPD Aedex Index voor de jaren 2008 tot en met 2012 voor meergezinswoningen, eengezinswoningen en het totale woningbezit. Op deze manier is met minder jaren data toch een uitgebreidere covariatie te berekenen, zie tabel 30. De beta voor deze vier jaren bedraagt 0,267632. Dit betekent dat de resultaten van deze corporatie stabieler zijn dan de resultaten van de benchmark.

		Benchmark	Woningcorporatie	
2008	Meergezinswoningen	-1,2%	0,6%	Unlevered beta
	Eengezinswoningen	-1,4%	-0,4%	0,267632
	Woningen totaal	-1,3%	0,3%	
2009	Meergezinswoningen	-1,1%	1,5%	
	Eengezinswoningen	-0,8%	-0,9%	
	Woningen totaal	-1,0%	0,8%	

2010	Meergezinswoningen	3,3%	-0,6%		
	Eengezinswoningen	3,9%	-2,4%		
	Woningen totaal	3,5%	2,5%		
2011	Meergezinswoningen	1,6%	-1,0%		
	Eengezinswoningen	1,5%	1,3%		
	Woningen totaal	1,6%	-0,4%		
2012	Meergezinswoningen	-1,0%	2,1%		
	Eengezinswoningen	-0,3%	3,3%		
	Woningen totaal	-0,7%	2,4%		

Tabel 30: Rendementen en bèta

De levered bèta wordt berekend door de volatiliteit die eerder bepaald is met de unlevered bèta te vermenigvuldigen met de verhouding tussen de marktwaarde van de schuld en het totale eigen vermogen en deze te corrigeren voor het belastingvoordeel van vreemd vermogen.

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} * \frac{\text{Marktwaarde schuld}}{\text{Eigen vermogen}} * (1 - \text{vennootschapsbelasting})$$

Formule 17: Levered bèta

10.5.9. Rendement op eigen vermogen

Het vereiste rendement op het geïnvesteerde kapitaal is afhankelijk van het risicoprofiel van de investering. Deze zal dus toenemen als de bèta en de verhouding vreemd vermogen ten opzichte van de activa toeneemt. Dit correspondeert met het oplopende risicoprofiel van een eigen vermogensinvestering in een onderneming met in verhouding veel vreemd vermogen. Om de berekening consequent te houden is het rendement op het eigen vermogen ook opgebouwd uit twee segmenten, dit zijn de IRS en de risico opslag van het eigen vermogen. Op deze manier zijn de kosten van financiering met eigen vermogen ook beter te vergelijken met de kosten van het vreemd vermogen.

$$\text{Rendement op eigen vermogen} = \text{huidige IRS} + \text{beta} * \text{risico opslag eigen vermogen}$$

Formule 18: Rendement op eigen vermogen

10.5.10. Gewogen kapitaalkostenvoet

De uiteindelijke gewogen vermogenskostenvoet (WACC) wordt berekend door de verhouding tussen het eigen vermogen (EV) en de nominale waarde van de schuld (VV) te vermenigvuldigen met respectievelijk het vereiste rendement op eigen vermogen (REV) en de totale rentekosten verminderd met het belastingvoordeel dat ten goede komt van de rentetarieven. Door middel van een formule die de laagste waarde zoekt wordt de laagste WACC per jaar geïdentificeerd.

$$\text{WACC} = \frac{\text{EV}}{\text{EV} + \text{VV}} * \text{REV} + \frac{\text{VV}}{\text{EV} + \text{VV}} * (\text{rente gewogen totaal} * (1 - \text{vennootschapsbelasting}))$$

Formule 19: Gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet

11. Conclusies theoretisch onderzoek

11.1. De huidige situatie van de corporatiesector

Hier wordt omschreven wat het uitgangspunt is, dit is de situatie waar de corporatiesector zich anno 2013 in bevind. De corporaties worden onder druk van verschillende factoren geconfronteerd met een veranderd speelveld.

11.1.1. De uitdagingen

Aan de hand van een DESTEP analyse zijn de zes velden geïdentificeerd waar de corporaties uitdagingen voorzien. Dit zijn; demografisch, klimatologisch, technologisch, sociaal-cultureel, politiek en economisch (van der Mast & Folkers, 2012). Het gaat hier om investeringen in de contacten met bewoners, gerelateerde bedrijven in de bouw- en vastgoedsector en stakeholders, verduurzaming van het bezit en het legitimeren van het bestaan van de corporaties.

11.1.2. De invloeden van de politiek op de corporaties

De politiek bepaalt de kaders voor de woningcorporaties. Voor de brutoeroging werd de bouwopgave van de corporaties door het rijk bepaald en gefinancierd. Na deze privatisering van de corporaties werd het toezicht van het rijk ingericht door middel van verantwoording achteraf, dit gaf de corporaties meer beleidsvrijheid. Het verdienvermogen van woningcorporaties, de huurinkomsten, wordt ook bepaald door de overheid door middel van het woningwaarderingstelsel (WWS). Dit stelsel kent punten toe aan verschillende onderdelen van de woning en wordt gedefinieerd aan de hand van een aantal kwaliteitscriteria. Deze punten geven de kwaliteit van een huurwoning weer, bij elke hoeveelheid punten hoort een maximum huurprijs. Deze wordt elk jaar opnieuw vastgesteld door de overheid (Rijksoverheid, 2012b). Ook de maximale huurindexatie die gevraagd mag worden wordt door de overheid gedefinieerd.

Om in aanmerking te komen voor de staatssteun die corporaties krijgen door middel van de geborgde leningen via het WSW en sociale grondprijzen is door de Europese Commissie bepaald dat de corporaties aan een aantal sociale criteria moeten voldoen. Door de huidige regering is dit uitgewerkt in een administratieve splitsing tussen sociaal en commercieel bezit en een toewijzingsverantwoording voor het sociale bezit.

De regering biedt daarnaast ook corporaties de mogelijkheid om de huren in 2013 te verhogen afhankelijk van het inkomen van de huurders. De opbrengst van deze extra verhoging wordt echter afgetopt door de verhuurderheffing.

11.1.3. Het huidige financiële systeem

Voor de regulering en financiering van de woningcorporaties wordt de sector overzien door twee instituten, het CFV en het WSW. De garanties van de woningcorporaties zijn in drie lagen gestructureerd. De eerste laag is het verdienvermogen van de corporaties en het principe van solidariteit. Hierbij dragen alle corporaties bij mocht een corporatie in financieel zwaar weer terecht komen. De tweede laag van het garantie- en financieringssysteem van de woningcorporaties is het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Het WSW zorgt dat woningcorporaties voor DAEB-activiteiten tegen relatief lage rentetarieven geld kunnen aantrekken op de kapitaalmarkt. Het WSW staat garant voor de leningen die aan de woningcorporaties verstrekt worden, dit reduceert de financieringskosten voor de woningcorporaties en geeft de financiers de grootst mogelijk zekerheid (WSW, 2012f). Het WSW staat garant voor € 86,3 miljard aan leningen en heeft een totale onderpandwaarde van € 350 miljard. Deze garantstelling wordt weer definitief gegarandeerd door de Nederlandse lokale en landelijke overheden, dit is de derde zekerheidslaag. Als het WSW niet voldoende vermogen heeft om de corporatieschuld te voldoen, dragen de gezamenlijke gemeentes 25% van het tekort bij, een tweede 25% wordt voldaan door de andere schadegemeentes en het rijk vult dit aan met de laatste 50%.

11.1.4. Het afnemende eigen vermogen

Door de neergang van de Nederlandse woningmarkt is de mogelijkheid voor corporaties om delen van het bezit te verkopen afgenomen. De strategie van veel woningcorporaties was om het inkomen uit verkoop van bezit of voor verkoop ontwikkelde woningen te gebruiken om zowel de (WSW-)leningen af te betalen als de onrendabele top van hun investeringen te financieren.

Daarnaast zijn de jaarlijkse onderhouds- en operationele kosten van een corporatie hoger dan de gemiddelde onderhouds- en operationele kosten die een commerciële belegger heeft om een gelijksoortig object te onderhouden en beheren (Gruis, 2011). Door deze toename is het verdienvermogen uit de exploitatie van het bezit afgenomen. Hierdoor voegt het resultaat minder toe aan het eigen vermogen.

11.2. Het institutioneel kader

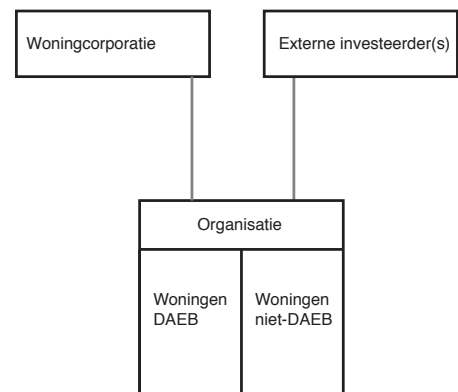
Momenteel zijn de woningcorporaties voor hun financiering afhankelijk van de WSW geborgde kredieten. Deze worden bijna geheel verstrekt door de twee Nederlandse sectorbanken.

11.2.1. Inrichting van het bestel

De corporaties en het bestel waarbinnen ze opereren zijn sinds de bruteringswet niet veranderd. De corporaties zijn toegelaten instellingen met beleidsdoelen zoals gedefinieerd in het BBSH, financiering via het WSW, financieel toezicht door het Centraal Fonds Volkshuisvesting en beleidsmatig toezicht door het ministerie van Binnenlandse Zaken (nu Wonen en Rijksdienst).

Een reële mogelijkheid om meer financiële ruimte te creëren is de implementatie van een privaat bestel. Hierbij kunnen corporaties hun vastgoed door laten zakken naar dochter B.V.s of N.V.s en daar in het belang verwateren door het aantrekken van externe eigen vermogensverschaffers (figuur 30), waardoor deze investeerders het vastgoed commercieel uit zouden baten (Hereijgers, 2012).

Het voordeel van deze systeemverandering is dat het vastgoed commercieel wordt beheerd en het vermogen van de huidige corporaties vrijkomt uit het vastgoed en rendabel ingezet kan worden voor de sociale doeleinden. De stichting heeft dan als aandeelhouder een deel van het vermogen in vastgoed zitten en een dergelijk gewicht in de schaal dat het sociale doel niet uit het oog verloren raakt bij de exploitatie van het woningbezit.



Figuur 30: Privaat bestel

11.2.2. De internationale financiële markten

Alle bedrijven die zich via de kapitaalmarkt willen financieren worden door de financier beoordeeld op basis van de kredietwaardigheid op korte en lange termijn. Om zelfstandig geld op te halen is een kredietrating een internationaal bekende methode. Om hiervoor in aanmerking te komen zal de corporatie moeten investeren in de organisatie om deze aan de geldende criteria te laten voldoen. Voor het aantrekken van eigen vermogen zal een corporatie een rendement-risico profiel moeten bieden dat internationaal vergeleken zal worden door investeerders.

11.2.3. Beoordelingscriteria

De beoordeling van de financieringswijzen gaat door de verstrekkende invloed op het bereiken van de sociale doelen op meer vlakken dan alleen op rendement. Naast de financiële criteria, die zich toespitsen op de omvang, rendementen en kosten, wordt ook gekeken naar de gevolgen die een financieringswijze heeft op de bedrijfsvoering (tabel 31).

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving
Diepte van de markt	Transitie periode
Schaalbaarheid	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Tabel 31: Financiële en bedrijfsmatige beoordelingscriteria

11.3. De alternatieve financieringswijzen

Om de alternatieven te bepalen is een brede studie uitgevoerd naar vastgoed- en bedrijfsfinanciering. Hier zijn door middel van veto's een aantal financieringswijzen afgefallen. Vervolgens zijn de reële financieringswijzen verder uitgewerkt en de uitkomsten gevalideerd.

11.3.1. De mogelijke alternatieve financieringswijzen

De alternatieve financieringswijzen zijn zeer breed opgezet, hierdoor worden de mogelijkheden voor de corporatiesector volledig in kaart gebracht. Aan de hand van de beoordelingscriteria kan bepaald worden of deze methode schikt is voor de corporatiesector. In tabel 32 zijn alle mogelijke alternatieven gerangschikt op de wijze van financiering. Door middel van het ophalen van eigen- of vreemd vermogen en verder onderverdeeld op diepte van de markt.

Eigen vermogen	Vreemd vermogen
Genoteerd woningfonds;	Geborgde WSW Lening;
Beursgang van een corporatie;	Rijkslening;
Niet genoteerd woningfonds;	Hypotecaire financiering;
Pensioenfondsen;	Banklening;
Verzekeraar;	Obligatie uitgifte;
Private equity fondsen;	Mezzanine;
Familie huizen;	Social Impact bond;
Vastgoed CV.	Pfandbrief;
	Pensioenfonds & verzekeraar;
	Onderlinge waarborgmaatschappij;
	Sale and lease back;
	Familie huizen.

Tabel 32: Mogelijke alternatieve financieringswijzen

11.3.2. Veto financieringswijzen

Een aantal financieringswijzen is op basis van een veto aan de hand van de beoordelingscriteria afgefallen. De afgefallen financieringswijzen bestaan uit zowel eigen- als vreemd vermogensfinanciering en zullen hier kort behandeld worden.

De beursgang van een corporatie valt af omdat de omvang van de meeste corporaties onvoldoende is om een beursgang te realiseren. Ook de schaalbaarheid bij individuele beursgangen is te beperkt.

Een investering door een verzekeraar valt af omdat de verzekeraar onder het regime van Solvency II een reserve aan moet houden die niet dekkend te maken is met het rendement wat een corporatie kan realiseren.

Een private equity fonds valt af omdat de rendementseis op het eigen vermogen van een private equity partij niet te rijmen valt met de sociale insteek van een corporatie. Familie huizen en vastgoed CV's vallen af vanwege respectievelijk de diepte van de markt en schaalbaarheid ofwel de diepte van de markt in combinatie met de regelgeving.

De rijkslening valt af wegens politieke redenen. Mezzanine financiering valt af vanwege hoge vereiste het rendement op vreemd vermogen en het risico voor het volkshuisvestelijk vermogen dat bij de zekerheden van mezzanine financiering hoort. Het gebruik van social impact bonds valt af vanwege het gebrek aan kennis met betrekking tot deze financieringswijze.

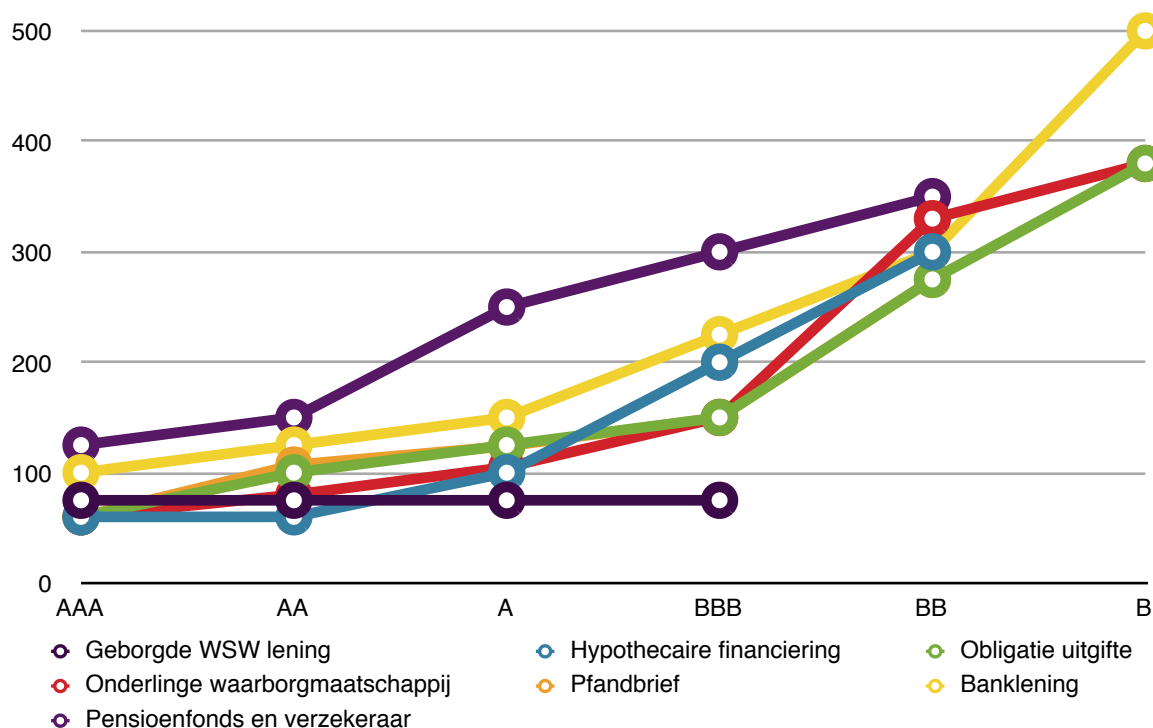
Het vrijmaken van vermogen door middel van een sale en lease back constructie valt af omdat het winstpotentieel bij de lessor komt te liggen terwijl de exploitatierisico's bij de corporatie blijven. Familie huizen vallen ook bij het verstekken van vreemd vermogen af op basis van de diepte van de markt en de schaalbaarheid.

11.3.3. Invulling van de structuur en het financieel kader van de reële financieringswijzen

De geabstraheerde rating die binnen dit onderzoek voor woningcorporaties wordt gehanteerd wordt vastgesteld op basis van de LTV ratio bij marktwaarde verhuurde staat. Door middel van literatuuronderzoek zijn de opslagen ten opzichte van de IRS per ratingklasse vastgesteld. Deze zijn vervolgens bevestigd door experts uit het werkveld en hebben tot de onderstaande tabel (tabel 33) geleid. De lege cellen geven aan dat op basis van de rating geen vreemd vermogen aangetrokken kan worden met die financieringswijze. Deze tabel dient als input voor het financieringsmodel.

2013	Banklening	Geborgde WSW lening	Hypothecaire financiering	Obligatie uitgifte	Onderlinge waarborgmaatschappij	Pensioenfondsen verzekeraar	Pfandbrief
AAA	100	75	60	60	60	125	60
AA	125	75	60	100	80	150	107
A	150	75	100	125	105	250	124
BBB	225	75	200	150	150	300	150
BB	300		300	275	330	350	275
B	500			380	380		
CCC	1.200			1.200	1.200		
CC	1.500			1.500	1.500		
C	2.000			2.000	2.000		
D	4.000			4.000	4.000		

Tabel 33: Opslagen per financieringswijze



Figuur 31: Opslagen in basispunten per ratingklasse

Uit de analyse van de opslagen (tabel 33 en figuur 31) blijkt dat WSW geborgde financiering door de staatsachtervang zeer goedkope financiering is. Dit komt door de achtervang en de hoge rating van het WSW en omdat de financiering niet duurder wordt voor de leningnemer, mits de LTV op WOZ-waarde lager blijft dan 50%. Met een LTV tussen de 50 en 60 procent is het goedkoopst om of een obligatie uitgifte te doen of het project te financieren door middel van een hypotheek of pfandbrief.

Bij financieel zeer stabiele corporaties met een leverage lager dan 20% ten opzichte van de marktwaarde van de activa en de rating double-A of hoger nemen externe financiers genoeg met een opslag op de IRS die lager is dan de opslag die het WSW stelt. Daarom kunnen corporaties die veel eigen vermogen hebben en weinig investeren op de middellange termijn na het afbouwen van de LTV een goed rendement bieden en door zich dan extern te financieren zeer rendabel investeren.

Voor de meeste corporaties die op basis van de LTV een triple B of single A rating zullen ontvangen is het op korte termijn goedkoper om zich via het WSW te financieren, de opslagen zijn daar immers het laagst. Voor de financiële stabiliteit op de middellange termijn biedt het echter perspectieven om op korte termijn te accepteren dat de relatieve rentelasten op kunnen lopen, door over te stappen naar commerciële financiering. Door het gelijktijdig aantrekken van eigen vermogen zal de leverage en het risicoprofiel afnemen omdat het eigen vermogen kan worden ingezet om het vreemd vermogen af te lossen.

11.4. De kwantitatieve gevolgen

11.4.1. Berekening van de WACC

Op basis van de implementatie van het wanbetalingsrisico in de WACC kan deze geschikt gemaakt worden voor de berekening van het kredietrisico (formule 20). Dit gebeurt door middel van het extrapoleren van de schuldpositie naar een kredietwaardering, de daarbij behorende risico opslag en daaruit volgend de kosten van het vreemd vermogen.

$$WACC = \frac{EV}{EV + VV} * REV + \frac{VV}{EV + VV} *(rente \text{ gewogen totaal } *(1 - \text{vennootschapsbelasting}))$$

Formule 20: Bepalen WACC (Cohen, 2003)

Hier is EV het eigen vermogen in de onderneming, VV is het totaal vreemd vermogen. REV is het rendement op het eigen vermogen. Hiermee is de gewogen eigen vermogenskostenvoet bepaald. De gewogen vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen wordt bepaald door de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen te nemen. Dit wordt vermenigvuldigd met de rente en gecorrigeerd voor het belastingvoordeel.

Door deze propositie te corrigeren voor de tijd kunnen transities, zoals het opbouwen van een track record voor een vastgoedfonds of het aanvragen van een rating en de verandering van de risicovrije rentevoet en opslagen mee worden genomen in het model en biedt het inzicht in de optimale kapitaalstructuur op basis van de financieringswijze over het verloop van de tijd.

11.4.2. Bepaling van de gewogen kapitaalkostenvoet (WACC)

Aan de hand van de resultatenrekening van de corporatie kan een curve voor de gewogen kostenvoet (WACC) worden opgesteld. Aan de hand van de op het capital asset pricing model (CAPM) gebaseerde rendementen op eigen vermogen, kosten van vreemd vermogen, de belastingdruk, en de waarden van zowel het eigen- als vreemd vermogen, wordt vervolgens de kapitaalstructuur met de hoogste totaalwaarde bepaald worden.

In de huidige praktijk zouden de financieringslasten van de woningcorporatie afnemen met het afnemen van het vreemd vermogen. Corporaties bevinden zich in de situatie dat er geen investeerders betrokken zijn bij de organisatie die een rendement op het geïnvesteerd vermogen willen. Daarom kan het bestuur van de corporatie een doel stellen ten opzichte van het rendement op het eigen vermogen. Hier wordt vaak gezegd dat het maatschappelijk vermogen in stand moet blijven. Dit betekent dat een rendement conform inflatie afdoende is. De kosten voor vreemd vermogen zijn hoger dan de inflatie en zodoende hebben corporaties een negatieve hefboom.

Door een commercieel rendement te eisen op het geïnvesteerd eigen vermogen wordt voorkomen dat het model per definitie naar nul procent vreemd vermogen zal gaan. Dit geeft een beter inzicht in de afweging die een commerciële investeerder zal maken mocht deze geld beschikbaar stellen voor de woningcorporatie.

11.4.3. De relevante parameters en input variabelen

De basis van het Excel model zijn de balans van het vorige boekjaar, de winst- en verliesrekening en de huidige leningportefeuille. Aan de hand van de rating behorende bij de verhouding tussen het eigen- en vreemd vermogen worden de opslagen ten opzichte van de risicovrije rentevoet bepaald. De verdere input zijn de vennootschapsbelasting, huurverhoging, kostenontwikkeling, waardeontwikkeling bezit, verkoopresultaat, ontwikkeling 10 jaars IRS, risico premie eigen vermogen, inflatie en de verwachte belastingbetaling.

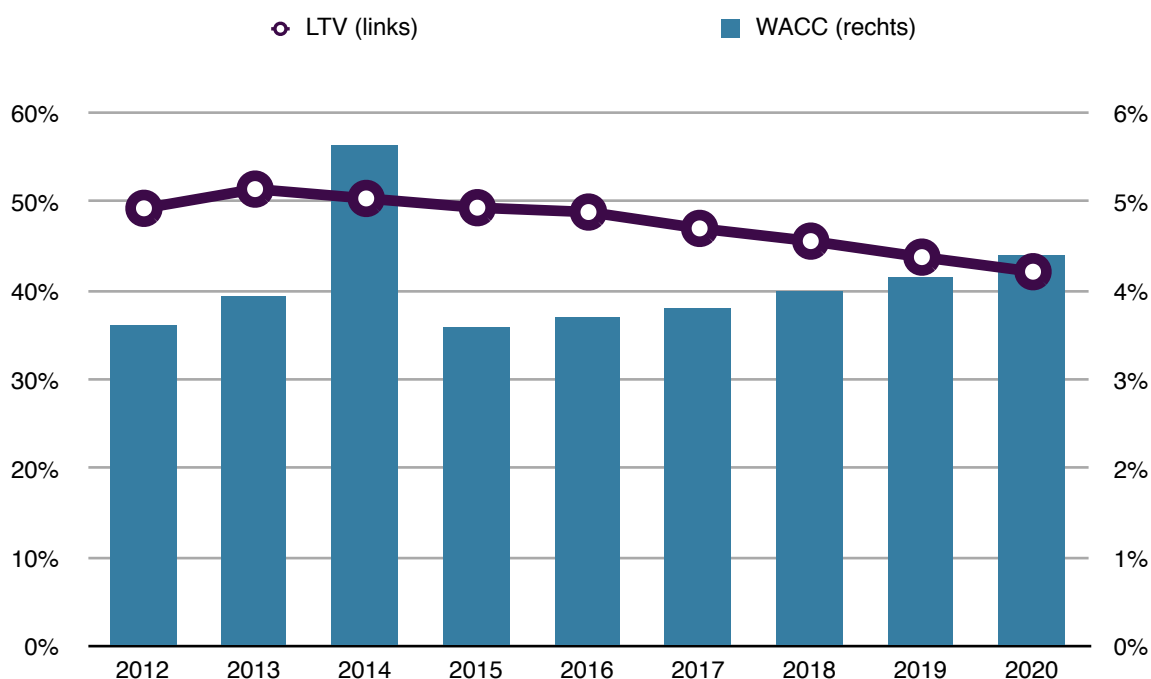
12. Afwegingen financieringsmix

12.1. De huidige financieringswijze

Om het model te toetsen zijn er twee varianten gemaakt. De eerste variant gaat uit van financiering zoals deze in het huidige bestel en met de huidige methode toe wordt gepast. Voor de overzichtelijkheid van het model wordt uitgegaan van de bestaande situatie zonder additionele investering in zowel uitbreiding of kwaliteitsverbetering van het bezit.

In onderstaande grafiek (figuur 19) is te zien dat de LTV in 2013 toeneemt tot 51,4% en daarna geleidelijk afneemt tot 42% in 2020. Door het uitblijven van investeringen is de LTV afhankelijk van de geprognosticeerde waardeontwikkeling.

Omdat de waardedaling doorzet is in het jaar 2013 en 2014 de LTV boven de 50%. Hiermee zou het niet mogelijk zijn om geborgd geld aan te trekken omdat het WSW geen garantstelling van meer dan 50% op portefeuille biedt. Hier zou de corporatie zodoende geconfronteerd worden met een sanering van het CFV of commerciële financiering tegen hogere kapitaallasten. Dit is ook terug te zien in de piek in de WACC die in 2014 optreedt. Naast de hogere financieringslasten neemt ook marktconforme rendementseis op het eigen vermogen toe door het hogere risicoprofiel, waardoor deze LTV overschrijding op meerdere manieren in de gewogen kapitaallasten meewerkt. In de praktijk zal het zo'n vaart niet lopen omdat de corporatie bijvoorbeeld liquide middelen in kan zetten om een lening af te lossen of een versneld verkoopprogramma op kan starten. De mogelijkheid tot cash management is voor de modelmatige overzichtelijkheid in dit model echter niet ingebouwd.



Figuur 32: LTV en WACC bij huidige financieringswijze

Uit figuur 32 en de huidige inrichting van het bestel kan dus opgemaakt worden dat het voor een investerende corporatie niet mogelijk is om de LTV te laten afnemen zonder of te verkopen of het investeringsbedrag lager te houden dan de niet gerealiseerde waardeontwikkeling van het vastgoed. Voor een fors investerende corporatie zal de LTV dus altijd stijgen bij investeringen, omdat de corporatie niet in de positie is om liquide eigen middelen aan te trekken ten behoeve van deze investeringen zoals commerciële investeerders wel kunnen.

Daar komt nog bij dat de aard van de investeringen van een corporatie vaak alleen kostendekkend zijn en in sommige gevallen de kosten per verhuurbare eenheid niet gedekt kunnen worden door de toegestane huurverhoging die gerealiseerd kan worden binnen het sociale segment. In een commercieel bestel kunnen dergelijke investeringen gefinancierd worden door de huur te laten stijgen om de investering financieel haalbaar te krijgen, waarbij de corporatie dan omwille van de betaalbaarheid en sociale doelstellingen met betrekking tot het huisvesten van de doelgroep een huurkorting teruggeeft via de dividenden (Conijn, 2013).

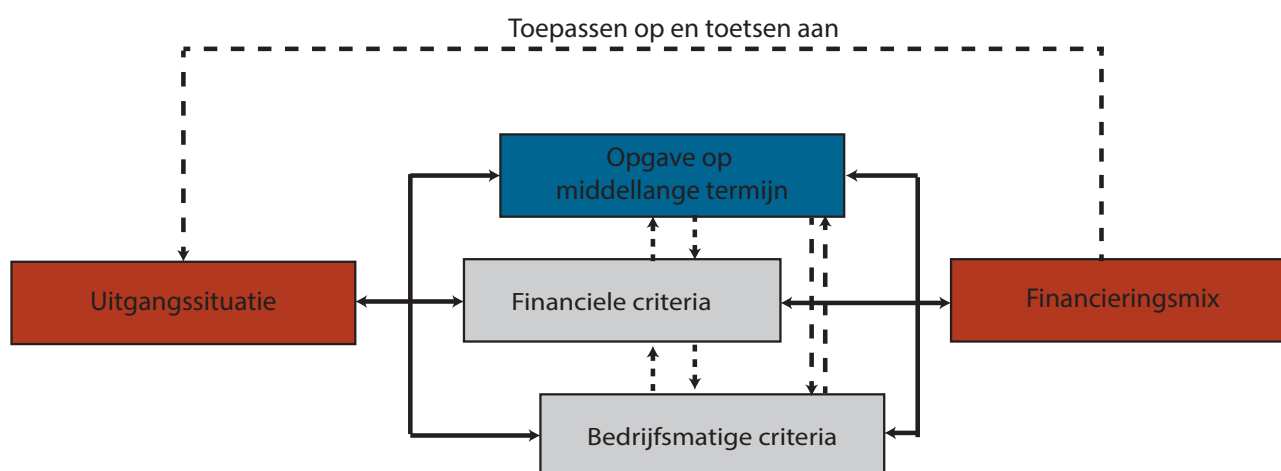
12.2. Afwegingscriteria

De corporatie moet een afweging maken tussen de financiële criteria aan de ene kant en de bedrijfsmatige criteria en de gevolgen van de financieringswijze hierop aan de andere kant. Dit is geen eenzijdige relatie. De financiering beïnvloedt de bedrijfsmatige criteria, maar bedrijfsmatige keuzen of overwegingen hebben ook invloed op de financieringswijze die ingezet kan worden en de bijbehorende opslagen. Door deze symbiotische relatie is de uitgangssituatie van de corporatie belangrijker geworden dan verwacht.

Financiële criteria	Bedrijfsmatige criteria
Rendement op vreemd vermogen	Kennis
Totaal rendement op vermogen	Zeggenschap
Rendement op eigen vermogen	Toezicht en wetgeving
Diepte van de markt	Transitie periode
Schaalbaarheid	Risico volkshuisvestelijk vermogen
Solvabiliteit	Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep
Structurele kosten	Ruimte voor toekomstige investeringen
Eenmalige kosten	

Tabel 34: Financiële en beleidsmatige criteria

Beleidskeuzes die gemaakt worden beïnvloeden ook de financieringsmogelijkheden, maar vanwege de transitie periode die daarvoor mogelijk is, is ook hier de uitgangssituatie van een wezenlijk belang. De uitgangssituatie, financiële en beleidsmatige criteria en de investeringsopgave op middellange termijn beïnvloeden elkaar en hier moeten keuzes en afwegingen gemaakt worden om tot een financieringsmix te komen (figuur 33).



Figuur 33: Afwegingsmodel financieringsmix

Afhankelijk van de afweging van de criteria en investeringsopgave moet de corporatie een keuze maken tussen investeringsruimte en zeggenschap en tussen sociale en financiële rendementen. De afweging tussen investeringsruimte en zeggenschap is in het vorige hoofdstuk al toegelicht. De afweging tussen een sociaal rendement en het economisch rendement raakt aan de kern van corporatie en is wat de corporatie onderscheidt van een commerciële belegger.

12.3. Transitie van de organisatie

Om een financieringsmix samen te stellen moeten de eerder bepaalde criteria in het model ingevoerd worden. De spreads zijn bepaald en staan vast, hetzelfde geldt voor de koppeling van de opslagen aan de rating en loan to value waarde. Naast het financiële kader spelen er ook nog andere bepalingen vanuit de investeerder of financier een rol in de afweging van de financieringskeuze. Deze zijn ook al kort genoemd, maar worden verder uitgewerkt, toegespitst op toepassing in het model. Ook wordt dieper ingegaan op de rapportage, gestelde rendementseisen en waarderinggrondslagen.

Zoals onderstaande tabel (tabel 35) inzichtelijk maakt moet de corporatie, afhankelijk van de gewenste financieringswijze, een bepaalde transitie doormaken om in aanmerking te komen voor de financiering. In alle gevallen anders dan WSW geborgde financiering moet de corporatie zorgen voor een gedegen onderbouwing van de financieringsnoodzaak op project of corporatieniveau. Daarnaast moeten ook de revenuen die het op zal leveren bekend zijn. De waarde van het onderpand en de kasstromen die gegenereerd worden door of de corporatie als geheel of het gefinancierde vastgoed vormen de zekerheden voor de financier.

Als laatste zal afhankelijk van de financieringswijze ook de wijze van rapporteren aan moeten passen aan de gestelde eisen. Het grootste verschil in rapportage is te bemerken tussen de huidige situatie en de situatie waarbij het bezit van de corporatie onderdeel uitmaakt van een genoteerd woningfonds. Bij en beursfonds moet verplicht volgens de IFRS regelgeving gerapporteerd worden en zullen de investeerders ook een rapportage op kwartaalbasis eisen omdat deze investeerders op kortere termijn willen weten hoe hun investering zich ontwikkeld en hoe de risico's en kansen zijn.

Voordat de corporatie de organisatie zo heeft ingericht dat ze zelfstandig de kapitaalmarkt op kunnen of investeerders aan kunnen trekken zullen 1 tot 3 jaar voorbij gaan. Tot die tijd zal de corporatie of onder begeleiding van externe partijen met ervaring op dit vlak financiering aan moeten trekken uit andere bronnen of zal de corporatie zich via het WSW en de Nederlandse banken moeten blijven financieren.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Genoteerd woningfonds	Benodigd voor opbouwen track-record en organisatie inrichting								
	Rapportage op kwartaalbasis. Rapportage moet marktwaarde en rendementen inzichtelijk maken.								
Niet genoteerd woningfonds	Ook trackrecord nodig, maar door beperkter aantal participanten is de drempel lager								
	Rapportage op kwartaal- of halfjaarbasis. Rapportage moet marktwaarde en rendementen inzichtelijk maken.								
Pensioenfondsen	Financiering aantrekken op basis van gerealiseerde IRR		Afhankelijk van de beleggingsmix en uitkeringsverwachting kan een pensioenfonds langjarig investeren						
	Rapporteren op marktwaarde en rendementen inzichtelijk maken.								
Banklening	De corporatie moet door middel van een gedegen businesscase financiering ophalen								
	Exploitatie en resultaten van de onderneming moeten voldoen aan de gestelde convenanten.								
Geborgde WSW lening									
	Huidige financieringswijze. Zolang aan de door het WSW gestelde eisen wordt voldaan kan de corporatie financiering aan blijven trekken.								
Hypotheek	Onderpand juridisch afscheiden van de rest van de corporatie en op basis van kasstromen financiering aantrekken								

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Onderpand moet op marktwaarde worden gewaardeerd. Jaarlijks of halfjaarlijks herwaarderen.								
Obligatie uitgifte	De corporatie moet door middel van een gedegen businesscase financiering ophalen								
	De corporatie moet regelmatig naar de kapitaalmarkt een trackrecord op te bouwen en toegang te houden.								
Pensioenfonds en verzekeraar	De corporatie moet door middel van een gedegen businesscase financiering ophalen								
	Onderpand moet op marktwaarde worden gewaardeerd. Jaarlijks of halfjaarlijks herwaarderen.								
Pfandbrief	Onderpand juridisch afscheiden van de rest van de corporatie en op basis van kasstromen financiering aantrekken								
	Onderpand moet op marktwaarde worden gewaardeerd. Jaarlijks of halfjaarlijks herwaarderen.								
Onderlinge waarborgmaatschappij	De participerende corporaties moeten de waarborgen afhandelen en rapportage en verantwoording op orde brengen								
	De waarborgmaatschappij moet regelmatig naar de kapitaalmarkt om een trackrecord op te bouwen en toegang te houden. Door volume toename door bundeling kan de onderlinge waarborgmaatschappij een groter deel van de markt aanspreken.								

Tabel 35: Transitie financieringswijzen en rapportage en waarderingsgrondslagen

De corporatie zal dus, voor ze een financieringsmix samenstelt eerst verder moeten kijken naar de opgave die op de middellange termijn verwacht wordt. Afhankelijk van de opdracht, de huidige situatie van de corporatie, de financiële ruimte die voorhanden is en de eerder geformuleerde beoordelingscriteria per financieringswijze kan dan een financieringsmix worden samengesteld die aansluit bij de situatie van deze specifieke corporatie.

Afhankelijk van de uitkomsten van deze analyse kan dan een bedrijfsstrategie worden opgesteld met als doel de corporatie bedrijfsmatig op het vereiste niveau te krijgen om te voldoen aan de eisen gesteld door de financiers of investeerders. Omdat hiervoor bijvoorbeeld een reorganisatie noodzakelijk kan zijn om de gewenste competenties binnen de organisatie te krijgen moet hier in de financiële planning ook ruimte voor worden geboden.

12.4. Zeggenschap en investeringsruimte

Zoals eerder in dit hoofdstuk al is vermeld kan een corporatie binnen het huidige bestel niet investeren en gelijktijdig de loan to value laten dalen (hoofdstuk 12.1). Mocht een corporatie dus grootschalig netto willen investeren in een markt waarin de huizenprijzen afnemen of stabiel blijven, dan zal de LTV toenemen omdat de corporatie naast de vrije kasstroom of verkoopopbrengsten alleen liquide middelen kan genereren door het aantrekken van additioneel vreemd vermogen. Als de woningmarkt dan niet aantrekt zal de LTV ook toenemen, met als risico dat een woningcorporatie die al een bovengemiddelde LTV heeft door de 50% zou kunnen breken en geen borging meer kan verkrijgen op het vreemd vermogen, met hogere lasten tot gevolg. Verkoop is in een dergelijke markt ook geen aantrekkelijk alternatief, omdat bij een dalende markt de verkoop minder opbrengt en verkoop tegen boekwaarde geen winst oplevert die de financiële positie kunnen verbeteren, maar slechts de liquiditeit van de activa vergroot; het vastgoed wordt omgezet in cash.

Om te investeren zonder dat de LTV toeneemt of het bezit te verkleinen, zal de corporatie additioneel, liquide eigen vermogen aan moeten trekken. Dit kan alleen maar door investeerders te vinden die in ruil voor zeggenschap over hun belegging en een reëel rendement op hun investering bereid zijn te investeren in de corporatie. Met de opgehaalde bedragen kan vervolgens de core business van de corporatie, het aanbieden van huurwoningen, versterkt worden.

Hier moet de corporatie dus een afweging maken tussen de mogelijkheid om te investeren zonder dat de financiële positie of het bezit afneemt of de volledige zeggenschap over de strategie, waarbij de LTV en rentelasten de bepalende factoren zullen worden.

<p>Onderlinge waarborgmaatschappij</p> <p>Banklening</p> <p>Weinig investeringsruimte</p>	<p>Veel zeggenschap</p> <p>Geborgde WSW lening</p> <p>Pfandbrief</p> <p>Hypotheek</p> <p>Pensioenfondsen en verzekeraar</p> <p>Obligatie uitgifte</p> <p>Veel investeringsruimte</p>
	<p>Pensioenfondsen investeert</p> <p>Genoteerd woningfonds</p> <p>Niet genoteerd woningfonds</p> <p>Weinig zeggenschap</p>

Figuur 34: Matrix met de afweging tussen investeringsruimte en zeggenschap

In bovenstaande figuur (figuur 34) wordt duidelijk dat door het aantrekken van eigen vermogen de zeggenschap afneemt omdat de investeerders mede-eigenaren zijn van het vastgoed. Bij een niet-genoteerd

fonds hebben de participanten de meeste invloed op het management van het fonds, dit omdat deze institutionele beleggers als participanten vaak voor meerdere miljoenen in een fonds participeren. Daarnaast zijn de participaties lastiger te verhandelen en zitten de participanten voor langere tijd in een fonds. Voor de investering van een pensioenfonds geldt hetzelfde. Ook deze partij verbindt zich voor langere tijd aan het fonds en zal dus invloed willen hebben op de keuzes die door het management gemaakt worden.

Bij een genoteerd fonds is de verhandelbaarheid vele malen hoger en hebben de aandeelhouders de mogelijkheid om op de liquide aandelenmarkt hun participatie van de hand te doen mochten zij het niet eens zijn met de strategie, dit komt dan tot uiting in de koers waartegen de aandelen van het fonds noteren.

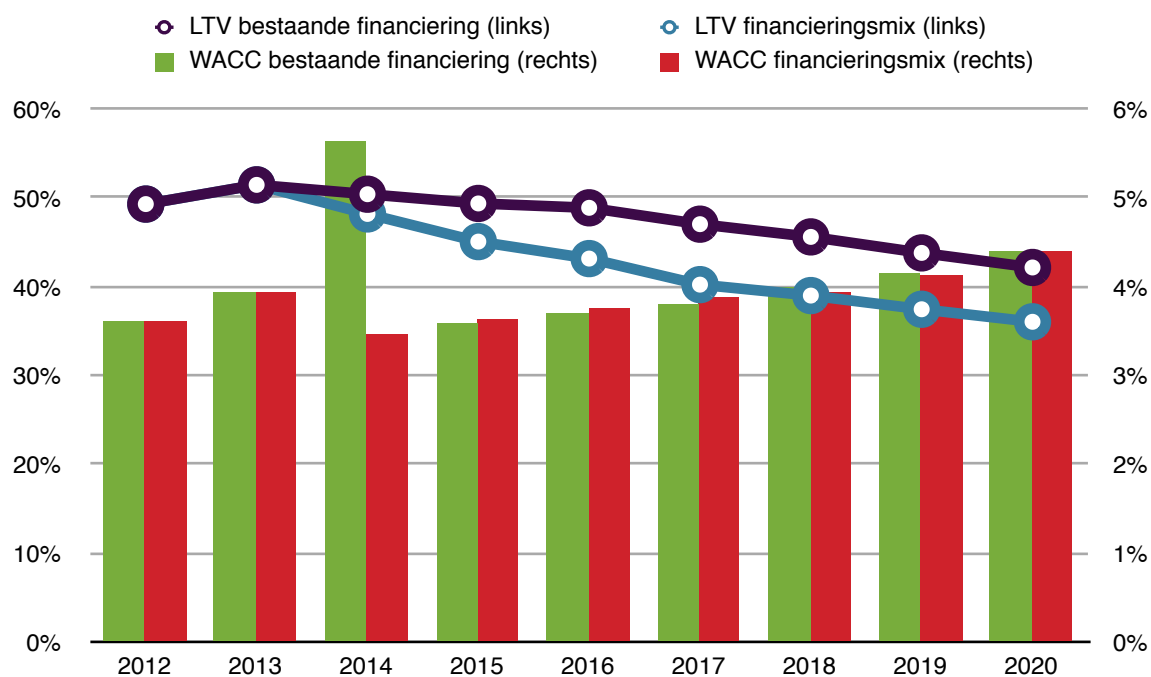
De ruimte voor investeringen bij het aantrekken van vreemd vermogen is afhankelijk van de maximale LTV van de financiering. Het WSW financiert tot 50%, bij commerciële hypotheeklen en de schuldfondsen van pensioenfondsen en verzekeraars is nog meer ruimte, deze gaan tot 60%. Voor een obligatie uitgifte is een rating van double B of hoger noodzakelijk, dat komt overeen met een LTV niet hoger dan deze bij een hypotheek zou zijn.

Bij de banklening en de onderlinge waarborgmaatschappij zal de investeringsruimte eerder afnemen omdat de banklening gebaseerd is op de financiële situatie van de woningcorporatie en gezien de kasstromen van corporaties niet veel ruimte laten voor additionele aflossing zal een banklening niet ingezet kunnen worden om additioneel te investeren.

Bij een onderlinge waarborgmaatschappij zal de LTV van de participerende partijen moeten afnemen om door middel van de garantstelling te profiteren van de lagere opslagen die gerekend worden. Ook zal de waarborgmaatschappij eigen vermogen moeten hebben, dit zullen de participerende partijen in moeten brengen. Dit is een vergelijkbare constructie als bij het WIF en deels ook bij het WSW is toegepast. Het WSW werkt met een opslag ten opzichte van het uitstaande vreemd vermogen, hierdoor groeit het eigen vermogen in lijn met de leningportefeuille.

12.5. Financieringsmix

Omdat de financiering van de corporatie in 2013 een gewogen looptijd heeft van 13 jaar wordt in de loop van 2013 t/m 2020 voor totaal € 380 miljoen geherfinancierd. Dit is 42% van de totale leningportefeuille van € 890 miljoen. In de financieringsmix die is opgesteld voor de woningcorporatie wordt ongeveer € 140 miljoen opgehaald bij investeerders. Op deze manier neemt de LTV in 2020 af tot 36%. Hiermee creëert de woningcorporatie voor € 290 miljoen aan investeringsruimte, op basis van 100% financiering van vreemd vermogen, waarbij de LTV dan oploopt tot 50%. In de situatie waarin de corporatie geen eigen vermogen versterkende maatregelen treft kan er in 2020 tot € 170 miljoen geïnvesteerd worden op basis van vreemd vermogen. De investeringsruimte neemt dus toe bij een financieringsmix.



Figuur 35: LTV en WACC bij huidige financieringswijze en financieringsmix

Jaar	Rating huidig	LTV huidig	WACC huidig	Herfinan- ciering	Bedrag (x 1.000)	Rating finmix	LTV finmix	WACC finmix	Herfinanciering	Bedrag (x 1.000)
2012	BB	49,2%	3,61%		€ -	BB	49,24%	3,61%		€ -
2013	BB	51,4%	3,94%		€ -	BB	51,40%	3,94%		€ -
2014	BB	50,4%	5,63%	Geborgde WSW lening	€ 98.532	BBB	48,13%	3,46%	Geborgde WSW lening Pensioenfonds investeert	€ 59.119 € 39.413
2015	BBB	49,3%	3,59%	Geborgde WSW lening	€ 47.245	BBB	45,02%	3,63%	Niet genoteerd woningfonds Hypothecaire financiering	€ 37.796 € 9.449
2016	BBB	48,8%	3,70%	Geborgde WSW lening	€ 39.096	BBB	43,11%	3,76%	Genoteerd woningfonds Onderlinge waarborg- maatschappij	€ 27.367 € 11.729
2017	BBB	47,0%	3,80%	Geborgde WSW lening	€ 82.857	BBB	39,74%	3,88%	Genoteerd woningfonds Obligatie uitgifte	€ 33.143 € 49.714
2018	BBB	45,5%	3,99%	Geborgde WSW lening	€ 28.500	A	38,53%	3,94%	Obligatie uitgifte	€ 28.500
2019	BBB	43,8%	4,15%	Geborgde WSW lening	€ 48.151	A	37,01%	4,14%	Obligatie uitgifte	€ 48.151
2020	BBB	42,1%	4,39%	Geborgde WSW lening	€ 34.703	A	35,6%	4,40%	Hypothecaire financiering	€ 34.703

Tabel 36: Financieringsopbouw 2012-2020 voor huidige wijze en financieringsmix

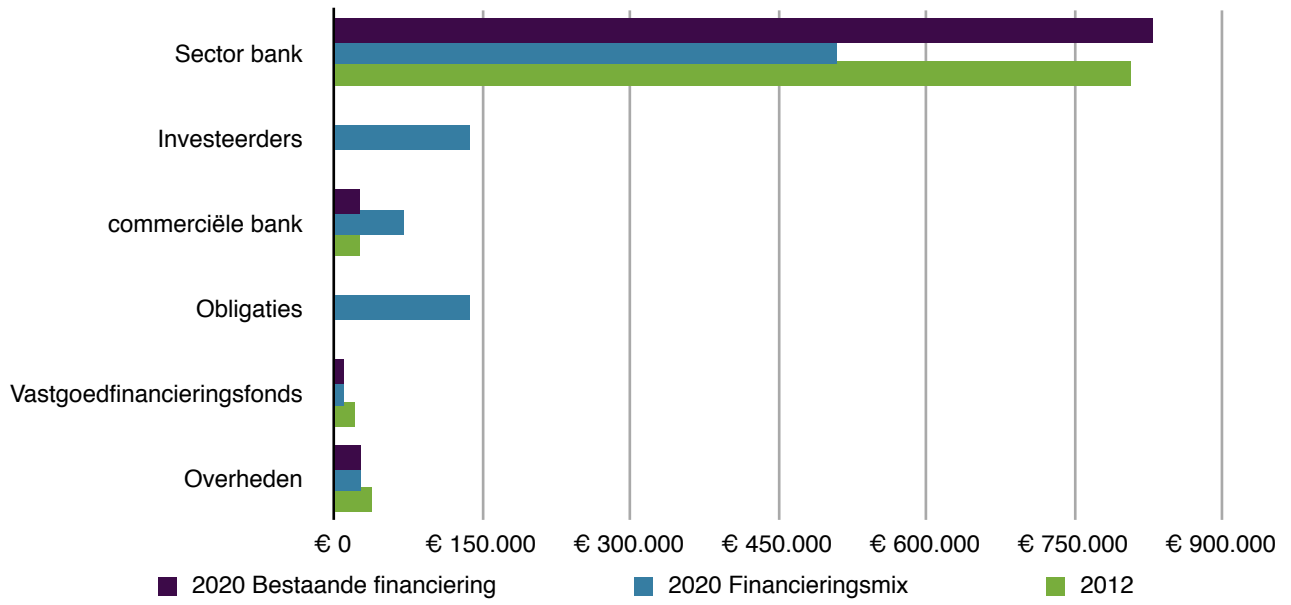
Zoals te zien is in tabel 36 en figuur 35 maken de corporatie met de financieringsmix en de huidige financieringswijze tot 2014 dezelfde ontwikkeling door. Dit komt omdat er in de voorliggende jaren geen herfinanciering plaats vindt.

Vanaf 2014 begint de LTV bij de corporatie met de brede financieringsmix snel af te nemen door het aantrekken van investeringen van institutionele beleggers en het geschikt maken van de organisatie voor een beursgang in een genoteerd woningfonds. Hierdoor bevindt de LTV zich in 2016 op het niveau waar de volledig met WSW borging gefinancierde corporatie pas in 2019 op zit door de positieve mutatie van de waarde van het bezit.

Dit vertaalt zich ook in een hogere rating voor de corporatie met de financieringsmix. Deze heeft in 2014 al een investment grade rating (triple B of hoger), waardoor de corporatie dus ook institutionele beleggers kan benaderen voor een investering. Deze partijen zijn vaak statutair beperkt in hun investeringsstrategie en mogen alleen in investment grade producten of partijen investeren.

De corporatie waar de financiering uit verschillende bronnen betrokken wordt, heeft in 2020 een gevarieerde financiering (figuur 36). In plaats van een toename van het marktaandeel van de sectorbanken in de financiering heeft de corporatie een afname van de blootstelling van deze banken van € 300 miljoen gerealiseerd. Dit is vervangen door investeerders maar ook commerciële financiering van € 70 miljoen via banken en is er € 140 miljoen direct opgehaald op de kapitaalmarkt door middel van obligaties.


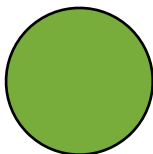
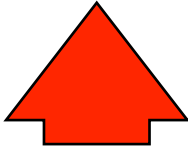

Hierdoor neemt de afhankelijkheid van de reguliere financieringsbron af en heeft deze corporatie ook in tijden waarin de sectorbanken minder financieren onder invloed van bijvoorbeeld wetgeving, toegang tot kapitaal.



Figuur 36: Financieringsmix (x 1.000)

13. Consequenties voor de bedrijfsvoering

Na doorrekening van de financiële consequenties en het bespreken van de financiële gevolgen van de keuzen die gemaakt worden in de financieringsmix worden deze hier getoetst aan de eerder geformuleerde financiële en bedrijfsmatige criteria. Hieronder zal per criterium het gevolg van het nastreven van alternatieve financiering worden toegelicht en de voor- en nadelen inzichtelijk gemaakt.

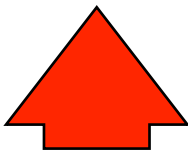
Financiële criteria	
<p>Rendement op vreemd vermogen</p> 	<p>In 2020 heeft de corporatie met financiering via het WSW een gemiddeld rentepercentage van 3,92%, de corporatie met de financieringsmix heeft zich dan tegen gemiddeld 3,54% gefinancierd. Dit komt door het lage rendement op eigen vermogen wat samenhangt met het risico.</p> <p>Daarnaast heeft de corporatie met de financieringsmix ook minder schuld uitstaan dus nemen de rentelasten af.</p>
<p>Totaal rendement op vermogen</p> 	<p>De gewogen kapitaalkostenvoet is bij voor beide financieringswijzen in 2020 4,4%. De totale kosten van de financieringsvorm, door middel van het ophalen van eigen of vreemd vermogen verschilt niet. het verschil in de financieringsvorm komt meer tot uiting in de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en de bijbehorende percentages.</p> <p>In het model is geen rekening gehouden met de sociale rendementsdoelen van de corporatie zoals in het vorige hoofdstuk besproken, mocht dat wel zo zijn dan zou het vereist rendement van de commercieel eigen vermogen aantrekkende woningcorporatie hoger liggen dan het rendement op de corporatie die in de vorm van een stichting met WSW geborgd geld het maatschappelijk kapitaal in stand houdt.</p>
<p>Rendement op eigen vermogen</p> 	<p>Commerciële investeerders zullen een marktconforme vergoeding vragen van de corporatie. Deze zal hoger zijn dan de huidige doelstellingen die een corporatie als stichting hanteert. De stichtingen hebben nu meerdere jaren een negatief rendement op het eigen vermogen gerealiseerd. Dit een trend die gekeerd moet worden.</p> <p>Een hogere rendementseis is lastig te rijmen met de sociale doelstellingen van een woningcorporatie. Maar door de afbouw van het vreemd vermogen (netto bedrijfsresultaat en vrije kasstroom zullen stijgen zodoende is er meer beschikbaar voor de aandeelhouders) en rendabel te investeren (toename kasstroom zonder toename rentelasten) kan hier een balans in worden gezocht.</p>
<p>Diepte van de markt</p> 	<p>Door het aantrekken van financiering uit meerdere diepe liquide markten en het verbreden van de financieringsmix waarborgt de corporatie toegang tot de financiële markten en is de corporatie niet langer alleen afhankelijk van het WSW en de beide sectorbanken.</p>

Schaalbaarheid

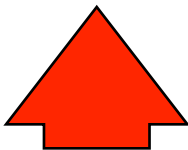
Ook hier speelt mee dat de corporatie niet langer afhankelijk is van een financieringsbron. Hierdoor kan door middel van meerdere trajecten financiering worden aangetrokken. Het ophalen van eigen vermogen met een notering vergt enkele weken, hetzelfde geldt voor het ophalen van vreemd vermogen op de liquide wereldwijde markten. Hierdoor kan de corporatie sneller schakelen en inspelen op actuele kansen en behoeften.

Solvabiliteit

Door het aantrekken van eigen vermogen om daarmee de schuldpositie te verkleinen zal de solvabiliteit toenemen. Hierdoor zal de stabiliteit van de corporatie toenemen wat door zal werken in de rentelasten van of herfinancieringen of nieuwe leningen ten behoeve van investeringen.

Structurele kosten

Voor de meeste commerciële financieringswijzen wordt meer gevraagd van de corporatie dan onder de WSW borging noodzakelijk is. Zo zal de woningcorporatie bij een beursnotering daar kosten voor moeten betalen en ook het onderhouden van een kredietrating kost jaarlijks geld. Deze kosten moeten meegenomen worden in de overweging en doorrekening van de financieringslasten van de corporatie.

Enmalige kosten

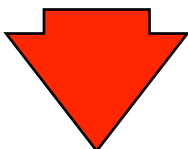
Om de corporatie op het vereiste niveau te brengen waarmee toegang tot de financiële markten wordt verworven, moeten de organisatie, management en rapportage naar een hoger niveau gebracht worden. Deze aanloopkosten kunnen afhankelijk van de financiering die aangetrokken wordt snel terug worden verdiend door de lagere rentelasten. Het is een investering die in de onderneming wordt gedaan.

Bedrijfsmatige criteria

Kennis

Bij veel corporaties, met name de kleinere, corporaties is onvoldoende expertise aanwezig om zelfstandig financiering op te halen. Deze corporaties zullen of door middel van een onderlinge waarborgmaatschappij financiering ophalen of fuseren tot een woningfonds om in aanmerking te komen voor een notering of investering door een institutionele partij.

De grotere corporaties die vaak al een treasury afdeling hebben zijn deels zelf in staat om financiering aan te trekken, maar ook zij kunnen profiteren van de inhoudelijke en commerciële kennis die door middel van additionele aandeelhouders binnen de organisatie ingezet kan worden.

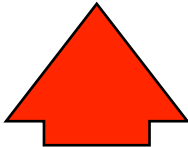
Zeggenschap

De zeggenschap van het corporatiebestuur zal afnemen bij het inzetten van de financieringsmix. Aandeelhouders zullen inspraak eisen bij strategievorming en benoemingen. Ook financiers zullen meer informatie opvragen voordat er financiering beschikbaar gesteld zal worden en ook de onderpandstructuren zullen stringenter zijn dan nu het geval is.

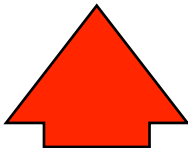
Toezicht en wetgeving

Staan de corporaties nu onder toezicht van het CFV en het ministerie van Binnenlandse Zaken, bij een beursnotering zal daar de AFM als officieel toezichthouder bijkomen. De aandeelhouders zullen ook meer aandacht aan de financiën en de bedrijfsvoering besteden dan corporaties nu gewend zijn. Ook de financiers zullen meer informatie opvragen.

Dit zal meer vragen van de organisatie, maar biedt wel een gevarieerder toezichtkader en zal ook bijdragen aan het voorkomen of beperken van excessen.

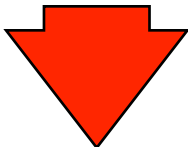
Transitie periode

Om de organisatie op orde te brengen zal niet alleen een investering vereist zijn maar is ook de tijd nodig om de businesscase uit te werken en een trackrecord op te bouwen. Deze transitie is eerder in dit hoofdstuk al toegelicht.

Risico volkshuisvestelijk vermogen

Omdat de investeerders en externe financiers minder afhankelijk zijn van de sociale sector en meer financieel gedreven zijn is er een reële kans dat zij de financiële belangen boven de sociale doelstellingen zullen plaatsen. Door in de aandeelhoudersvergaderingen mandaten vast te leggen en door middel van contracten de sociale doelen te waarborgen kan dit voorkomen worden.

Daarnaast biedt bijvoorbeeld het drie kamer model de mogelijkheden om door de dividenden van de corporatie het maatschappelijk kapitaal in stand te houden.

Mogelijkheid tot huisvesten doelgroep

Dit criterium hangt sterk samen met de vorige, als de aandeelhouders de financiële belangen laten prevaleren boven de sociale doelen kan het voorzien van huisvesting in het sociale segment in het geding komen. Hier zullen dezelfde waarborgen moeten worden getroffen als beschreven bij het vorige punt.

Ook hier biedt het drie kamer model mogelijkheden waarbij de corporatie uit de dividenden huurkortingen kan verschaffen aan zittende huurders in het sociale segment.

Ruimte voor toekomstige investeringen

Door het aantrekken van additioneel en liquide eigen vermogen kan de corporatie verder investeren zonder dat de solvabiliteit en kasstromen afnemen. Mits het eigen vermogen rendabel wordt gealloceerd vergroot dit de slagkracht van de corporatie aanzienlijk en biedt het daarnaast ook mogelijkheden om in een neergaande markt actief te blijven.

14. Reflectie & aanbevelingen

14.1. Proces

De aanpak van dit onderzoek was het modelmatig nagaan van de mogelijkheden die er voor corporaties zijn om zich te financieren en wat de financiële en bedrijfsmatige consequenties hiervan waren. Omdat dit onderzoek, hoewel relevant binnen het veld van het Housing Lab, aan de randen van Bouwkunde raakt was het voor mij een grote uitdaging om eerst het kennisniveau wat vereist is om een dergelijk onderzoek uit te voeren te beheersen. Mede hierdoor ook heb ik een deel van de begeleiding voor het onderzoek buiten de TU moeten zoeken. Hier hebben zowel Finance Ideas als Riemer Smink en Joris Winters een grote bijdrage geleverd.

Tijdens de zoektocht naar een onderwerp was ik al op de hoogte van het feit dat het lastig zou worden om binnen de kaders van Bouwkunde een onderwerp te vinden wat aansloot bij mijn persoonlijke interesse en het vakgebied waar ik graag in actief wou worden, wat op het kruispunt van financiën en vastgoed ligt. De zoektocht naar het onderwerp is breed geweest, met name omdat de corporatiesector zo groot en breed is en er veel onderzoek naar is gedaan. Hierdoor was het ook zo dat een aantal paden die ik bewandeld heb al verkend waren. Hierdoor nam al tijdens het eerste onderzoeksdeel de kennis over de sector toe en zodoende ben ik uitgekomen op de financiering van woningcorporaties. Er is daar vooral bij adviespartijen veel kennis over, maar al snel bleek dat binnen de wetgeving weinig mogelijk was, dit heeft de kaders gevormd voor een verdere uitwerking van het bestel en de mogelijke typologieën daarin.

Door middel van interviews met vele mensen actief in de financiële- en corporatiesector is de basis van het onderzoek versterkt en een breed scala aan financiële en bedrijfsmatige aspecten van de corporatiesector behandeld. Deze interviews hebben zeer veel bijgedragen aan de kwaliteit van het onderzoek en ook aan mijn persoonlijke kennis van de sector en het begrip van het samenspel tussen de commerciële doelen, sociale ambities en relaties tussen WSW, CFV, financiers en de corporaties. Dit complexe veld waarin de corporaties acteren vormt de Ausgangssituation aan de hand waarvan de verdere analyse en inventarisatie van de alternatieve financieringswijzen kon worden opgesteld.

Omdat dit onderzoek een veld verkent waar nog weinig tot geen ervaring mee is en er geen praktijkvoorbeelden voor handen zijn, zijn de aannames voor een groot deel gebaseerd op bestaande kaders en aan de hand daarvan aangepast voor de woningcorporaties, dit maakt het proces lastig en langdurig. Er is veel tijd in gaan zitten om de kennis te vergaren en dit zo op papier te krijgen dat zowel financiers als corporatiebestuurders als ook de mensen verbonden aan de TU het proces van inventarisatie, selectie en uitwerking kunnen volgen. Hierdoor is het niveau van uitwerking zeer uitgebreid (en lang) geworden, dit omdat het aanvangt met de basisprincipes van corporate finance en dan de diepte in gaat. Hierdoor is met name de analyse fase van het onderzoek erg uitgebreid en hierdoor is veel kennis opgedaan die in een later stadium van het onderzoek niet meer toe is gepast. Dit komt echter de kwaliteit van de selectie ten goede en is dus geen verloren tijd geweest.

De aanpak van dit onderzoek is door de kwantitatieve onderbouwing en modelmatige inzichtelijkheid wel de gebruikelijke methode om dergelijk financieel onderzoek te verrichten. Modelmatig is het onderbouwd en getoetst door meerdere mensen die vaker met dergelijke modellen hebben gewerkt. De ontwikkeling van het model ging dan ook voorspoedig. Het lastigste was te bepalen welke factoren wel en welke factoren niet gedetailleerd uit zouden worden gewerkt in het model. Deze abstrahering van de financiële situatie heeft veel invloed op de modeluitkomsten en moest dus logisch in elkaar zitten en onderbouwd worden. Het model is bewust zo eenvoudig en inzichtelijk mogelijk te houden met gesplitste input, verwerking en conclusie sheets. Op deze wijze omvat het model een zeer uitgebreid aantal sheets maar is het wel overzichtelijk ingericht.

De conclusies die uit het model komen zijn deels in overeenstemming met de verwachte uitkomsten. De verwachting dat de financiering meer naar projectfinanciering zal gaan is bevestigd door de financiers in het expertpanel en de interviews met de verschillende corporatiebestuurders en financiers.

Het Excelmodel bevestigd ook dat de financieringslasten voor het vreemd vermogen toe zullen nemen als de hoeveelheid vreemd vermogen in de onderneming toeneemt. Dit komt overeen met de verwachting dat de opslagen oplopen met het risico van de onderneming. Dit impliceert dat het noodzakelijk is om indien de corporatie de financieringslasten van het vreemd vermogen omlaag wil brengen, of bezit zal moeten

verkopen of eigen vermogen aan moet trekken. Dit is niet mogelijk binnen het huidige systeem, maar een commerciële insteek met de corporatie als sociale aandeelhouder in een (niet) beursgenoteerd vastgoedfonds kan nog steeds een afweging worden gemaakt tussen de commerciële en sociale doelen.

14.2. Relevantie

Dit onderzoek focust zich op de passiva van de woningcorporatie en voegt op die manier toe aan de wetenschappelijke en praktische kennis. Hoewel door de onzekerheid in de aannames de conclusies niet direct toepasbaar zijn voor de sector biedt het onderzoek inzicht in de financieringsmogelijkheden voor de corporaties en biedt het aanknopingspunten voor verder wetenschappelijk onderzoek op het gebied van treasury en financiering van woningcorporaties.

Dit onderzoek is door de financiële insteek en focus op de passiva zijde in plaats van de activa uitermate geschikt om uitgevoerd te worden door de TU in samenspel met de economische vastgoedopleidingen en onderzoekers in Nederland. Doordat woningcorporaties en hun mogelijkheden zeer afhankelijk zijn van de activa en de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt is juist de combinatie van deze kennisvlakken belangrijk om een geïntegreerd oordeel over de sector te kunnen geven en de afweging tussen de activa en passiva te maken.

De financiële kennis van woningcorporaties verschilt erg onder corporaties. Er zijn een aantal partijen die, onder andere door hun omvang en de achtergrond van de bestuurders, verder kijken dan WSW geborgde financiering, deels is dit uit noodzaak geboren door de EC uitspraak over DAEB en niet-DAEB projecten en het gebruik van WSW leningen voor de financiering hiervan. Voor deze corporaties, die vaak ook over een grotere treasury afdeling beschikken en deze inzetten voor het management van de financiering, de liquide middelen en de rentelasten, biedt deze inventarisatie en doorrekening van de financieringswijzen een hernieuwde verkenning van de mogelijkheden waar ze vanuit de praktijk verder mee kunnen werken.

Juist grote corporaties die niet in de positie zijn om te verkopen door bijvoorbeeld hoge splitsingskosten of een sterke prijsdaling in de lokale markt, maar gebonden zijn aan prestatieafspraken met de gemeente biedt het veel kansen om via een dochteronderneming vastgoed te ontwikkelen en beheren in samenwerking met andere investeerders en op deze wijze ook gebruik te maken van de andere financieringswijzen om op deze wijze zowel de dochter efficiënt te financieren als om ervaring op de te doen voor de financiering van de woningcorporatie op de middellange termijn. Hier bieden de uitkomsten van het onderzoek en het bijbehorende Excelmodel een toegankelijke methode om de kosten en mogelijkheden te verkennen voor er contact wordt gezocht met financiers of externe adviseurs die verderop in het proces de corporatie kunnen begeleiden om het maatschappelijke kapitaal zo efficiënt mogelijk in te zetten.

14.3. Aanbevelingen verder onderzoek

Door het grote belang van de data die via de aannames verkregen wordt en de invloed die dit op het model en de uitkomsten hebben beïnvloed deze onzekere factor de uitkomsten zeer veel. Daardoor zijn de uitkomsten zeer beïnvloed door de onzekerheid die in de aannames zit. Dit werkt ook door in de conclusies, waardoor dit model geen specifieke conclusies biedt voor een andere situatie dan op basis van de huidige aannames geschetst is.

Om de aannames van een hogere kwaliteit te verkrijgen en daarmee de uitkomsten van het model meer valide te maken zou in vervolgonderzoek op projectbasis doorgerekend moeten worden wat de gewenste opslagen zijn voor de reële financieringswijzen. Op basis van de dan verkregen resultaten kan het model verder uitgediept worden en worden de meest relevante bepalingen bij het verkrijgen van financiering inzichtelijk gemaakt. Deze verdiepingsstap op projectbasis neemt dan ook de gevolgen en mogelijkheden voor additionele investeringen mee en biedt op zo een dergelijke wijze een kader voor de financiële gevolgen van een investeringsbeslissing.

Ook kan op die manier een component die additionele investeringen doorrekent en de winsten daarop verwerkt in het model worden toegevoegd, dit is een stap die modelmatig relatief makkelijk is toe te voegen, maar omwille van het inzicht in het model achterwege is gelaten. Dit versterkt het model omdat het model in de huidige vorm bij beide varianten de LTV daalt door het uitblijven van investeringen terwijl de tijdscomponent bij investeringen in combinatie met de financiële transitie een additioneel argument kan zijn voor een zekere financieringsmix. Echter voegt dit zoveel extra sturings- en timingmogelijkheden toe dat het de inzichtverschaffende mogelijkheid van het model verwaterd door deze additionele mogelijkheden. Hoewel het waarde toevoegt als management instrument zou het de toepasbaarheid van het model voor dit specifieke onderzoek niet ten goede komen.

Een andere interessante aanliggende onderzoeksrichting is het bestuurlijk en toezichhoudende kader binnen het huidige bestel. Is in dit onderzoek de mogelijkheid tot een bestelwijziging besproken en zijn verschillende opties besproken, maar voor de verdere uitwerking is het de bestelvorm gekozen die de meeste mogelijkheden zou bieden op financieel vlak.

Om deze wijziging mogelijk te maken zal het bestel door de toezichhouders, financiers, corporaties en rijksoverheid omgevormd moeten worden van de huidige wettelijk gedefinieerde toegelaten instellingen naar bedrijfstvormen met verhandelbaar eigendom. De eisen die daar aan gesteld worden door de wetgever en financiers vormen een onderzoek op zich.

15. Bibliografie

- Aedes. (2012). Hogere 'verhuurderheffing' voor woningcorporaties. Retrieved 26 december, 2012, from <http://www.aedes.nl/content/artikelen/financi-n/rijksbegroting/rijksbegroting-2013/Verhuurderheffing.xml>
- Aeilkema, J. (2013). *Rating proces De Alliantie*. Paper presented at the Public Treasury 2013, Zeist.
- Atrivé. (2013). Gevolgen woonakkoord doorberekend: Mogelijkheden huurverhoging niet toereikend voor afdracht verhuurdersheffing. Houten: Atrivé.
- Backhuijs, J. , Tahtah, J. , Scholten, A., & Draisma, A. (2012). Huurovereenkomsten gaan op de balans van huurders komen. *Tijdschrift voor Huurrecht Bedrijfsruimte*, 6, 359-363.
- Belastingdienst. (2012). Verhuurderheffing. Retrieved 26 december, 2012, from <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/belastingplan-2013/verhuurderheffing>
- Blok, S. (2013). *Kamerbrief over de aanpak van de problemen op de woningmarkt*. Den Haag: BZK.
- Boelhouwer, P.J. (1992). *Volkshuisvesting in Europa*. Delft: OTB.
- Boot, A. (2006). Corporate governance, Tabaksblat Code, private equity en ...vastgoed. Amsterdam: ASRE.
- Brealey, R., & Myers, S. (2000). *Principles of Corporate Finance*. London: McGraw-Hill Higher Education.
- Broeders, D., Chen, A., & Koos, B. (2011). A utility-based comparison of pension funds and life insurance companies under regulatory constraints. *Insurance: Mathematics and Economics*, 49, 1-10.
- Brooks, C., & Tsolacos, S. (2010). *Real Estate Modelling and Forecasting*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brueggeman, W., & Fisher, J. (2010). *Real Estate Finance and Investments*. London: McGraw-Hill Education - Europe.
- Canwell, A., & Orman, L. (2011). *Public ratings and accessing the International Capital Markets*. Paper presented at the Public Treasury 2011, Apeldoorn.
- CBS. (2010). *Kerncijfers van de bevolkingsprognose, 2010-2060*. Retrieved from: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?VW=T&DM=SLNL&PA=80748NED&D1=a&D2=0&D3=0-1,5,10,15,20,25,30,35,40,45,l&HD=110419-1313&HDR=G1,G2&STB=T>
- CBS. (2011). *Huishoudens naar type, 2011-2060*. Retrieved from: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/default.aspx?DM=SLNL&PA=80986NED&D1=a&D2=0&D3=0&D4=a&HDR=T&STB=G1%2cG2%2cG3&VW=D>
- CBS. (2012a). *Bestaande koopwoningen naar woningtype en regio; prijsindex 2005 = 100*. Retrieved from: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/default.aspx?DM=SLNL&PA=71533ned&D1=a&D2=0-1%2c6&D3=0&D4=16%2c101%2c186%2c203%2c220%2c237%2c254%2c271-274%2c276-278%2c280-282%2c284-286%2c288-291%2c293-295%2c297-299%2cl&HDR=G1%2cT&STB=G2%2cG3&VW=D>
- CBS. (2012b). *Bouwvergunningen naar bouwkosten, inhoud woning en projectgrootte*. Retrieved from: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?VW=T&DM=SLNL&PA=70171ned&D1=a&D2=a&D3=a&D4=13-l&HD=090506-1642&HDR=T,G3&STB=G1,G2>
- CBS. (2012c). Huizenverkopen in Nederland sinds 2008 met één derde afgenomen. Retrieved 27 September, 2012, from <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/prijzen/publicaties/artikelen/archief/2011/2011-10-21-ah-tk16.htm>
- CBS. (2012d). Opnieuw sterke prijsdaling bestaande koopwoningen. Retrieved 27 September, 2012, from <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/bouwen-wonen/publicaties/artikelen/archief/2012/2012-09-21-m11.htm>
- CBS. (2012e). Ruim een kwart van de huurders van corporatiewoningen verdient meer dan 33 duizend euro. Retrieved 28 November, 2012, from <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/bouwen-wonen/publicaties/artikelen/archief/2012/2012-3652-wm.htm>
- CBS. (2012f). Woningvoorraad naar eigendom; regio. Retrieved 2 november, 2012, from <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?VW=T&DM=SLNL&PA=71446ned&HD=121102-1317&HDR=T&STB=G1>
- CBS. (2013). Overheid; overheidssaldo en overheidsschuld. Heerlen: CBS.
- CFV. (2011a). Beleidsregels. Naarden: CFV.
- CFV. (2011b). Onderzoek grondposities en projectontwikkeling bij woningcorporaties. Naarden: CFV.
- CFV. (2012a). BCFV. Retrieved 24 november, 2012, from http://www.cfv.nl/wetten_en_regels/bcfv
- CFV. (2012b). Corporatie in Perspectief. Baarn: CFV.
- CFV. (2012c). Saneringssteun. Retrieved 24 november, 2012, from <http://www.cfv.nl/taken/saneringssteun>
- CFV. (2012d). Verbindingen. Retrieved 5 maart, 2013, from <http://www.cfv.nl/themas/verbindingen>

- CFV. (2012e). Wettelijk kader. Retrieved 24 november, 2012, from http://www.cfv.nl/wetten_en_regels/wettelijk_kader
- CFV. (2013). Begrippenlijst. Retrieved 28 februari, 2013, from <http://www.cfv.nl/taken/informatievoorziening/begrippenlijst>
- CMAAlert. (2013). Commercial Mortgage Alert, 3 mei 2013.
- Cohen, R. (2003). An Analytical Process for Generating the WACC Curve and Locating the Optimal Capital Structure. *Wilmott magazine*, September 2013, 86-95.
- Conijn, J. (1994). De verzwegen problemen van de bruterig. Delft: OTB.
- Conijn, J. (2011). Woningcorporaties op een kruispunt *De Vastgoedlezing 2011*. Amsterdam: ASRE.
- Conijn, J. (2013). Persoonlijk interview met Johan Conijn - Buitengewoon Hoogleraar Woningmarkt en director Ortec Finance.
- Conijn, J., & Schilder, F. (2011). De haalbaarheid van markthuren. *Real Estate Research Quarterly*(april 2011), 5-12.
- Corio. (2010). €500,000,000
4.625 per cent. Guaranteed Bonds due 22 January 2018 guaranteed by
Bresta I B.V., Corio Beleggingen I B.V., . Utrecht: Corio Management B.V. and Corio Nederland B.V.
- Corio. (2013). Annual Report 2012. Utrecht: Corio.
- Cramer, E., & Hoppenbrouwers, L. (2013). Persoonlijk interview met Ellen Cramer en Leon Hoppenbrouwers - Partners bij Allen & Overy LLP.
- De Alliantie. (2012). Jaarverslag 2011. Huizen: De Alliantie.
- de Boer, M. (2012). Europa blijft hardnekkig vasthouden aan eigen begrotingswerkelijkheid, *Het Financieel Dagblad*, p. 26.
- de Vries, H., & Schmaal, J. (2013). Memo inzake; Vereniging Nederlandse Woonbond / Huurverhoging. Amsterdam: Kennedy Van der Laan.
- DG HYP. (2011). Pfandbriefe – a class of their own. Hamburg: DG HYP.
- Diepstraten, P., & Schweitzer, M. (2012). Zorgkapitaal. Utrecht: Finance Ideas.
- DNB. (2012). *Balans van pensioenfondsen*. Retrieved from: <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=Pen1>
- Donner, P. (2005). *Lopende tekst van de artikelen en de toelichting, zoals het besluit geldt vanaf 1 juli 2005*. Den Haag: Retrieved from <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/besluiten/2005/07/01/besluit-beheer-sociale-huursector-bbsh.html>.
- Doomen, R. (2012). *Rating Stadgenoot*. Paper presented at the Nieuwe financieringsvormen voor woningcorporaties, Utrecht.
- Economagic.com. (2013). Series Title: 10-year Interest Rate Swap (daily). Retrieved 17 april, 2013, from <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fedbog/day-swp10y>
- FI Academy. (2012). Samenvatting herziene woningwet. Utrecht: Finance Ideas.
- Finance Ideas. (2011). De kosten van ongeborgde financiering voor woningcorporaties. Utrecht: Finance Ideas.
- Finance Ideas. (2013a). Kwartaal Update Q1 13 [Pensioenfondsen]. Utrecht: FI.
- Finance Ideas. (2013b). Samenvatting Woonakkoord. Utrecht: Finance Ideas.
- Finance Ideas. (2013c). Treasury update 20130820. Utrecht: FI.
- Fitch Ratings. (2013). Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion: Fitch
- Fleming, D. (2012). Opleving woningmarkt is tijdelijke oprisping. Amsterdam: ING.
- FNV Formaat. (2012). One tier board. Retrieved 4 maart, 2013, from <http://www.fnvformaat.nl/Producten%20en%20diensten/Kennisbank/Financieel%20en%20organisatorisch%20beleid/One%20tier%20board.aspx>
- Fonds 1. (2012). Jaarverslag 2011. Almere: Altera Vastgoed N.V.
- Fonds 1. (2013). Jaarverslag 2012. Almere: Altera Vastgoed N.V.
- Fonds 2. (2009-2013). Jaarverslagen 2009, 2010, 2011, 2012, 2013. Schiphol: CBRE Global Investors.
- Frodsham, M. (2011). *The IPD Solvency II Review*. Paper presented at the Researchseminar IPD/IVBN/VBA.
- Garsen, J. (2011). Demografie van de vergrijzing. Heerlen: CBS.
- Geltner, David. (2007). *Commercial real estate : analysis & investments* (International student ed.). Mason, Ohio: Thomson South Western.
- Gruis, V. (2011). *Financiering van woningcorporaties na de dubbele crisis*. Paper presented at the Vastgoedfinanciering in woelige tijden, Nyenrode Business University.
- Gruis, V., & Nieboer, N. (2003). *Asset management of Dutch social landlords*. Paper presented at the ENHR Conference, Tirana.
- Gruis, V., Nieboer, N., & Thomas, A. (2004). TRATEGIC ASSET MANAGEMENT IN THE SOCIAL RENTED SECTOR: APPROACHES OF DUTCH AND ENGLISH HOUSING ASSOCIATIONS. Delft: TU Delft.

- Hereijgers, A. (2012). *Corporaties op eigen benen: verdienen om te dienen*. Amsterdam: Forum for Housing and Living (FHL).
- Heywood, A. (2010). *Investing in Social Housing: A Guide to the Development of the Affordable Housing Sector: The Housing Finance Corporation*.
- Holterman, S. (2012). ONE-TIER BOARD INGEVOERD, ART. 2:9 BW EN TEGENSTRIJDIG BELANG AANGEPAST. Retrieved 4 maart, 2013, from <http://www.wijnenstael.nl/nieuwsbericht/Bestuur-en-toezicht-one-tier-aansprakelijkheid-tegenstrijdig-belang>
- Hutting, T. (2012). *Alternatieve vormen van financiering*. Paper presented at the FIA Platform treasurers.
- IFRS. (2012). *Technical Summary*. London: IFRS.
- Inrev. (2012). *Challenging lending environment gives rise to European real estate debt funds*. Amsterdam: Inrev.
- Investopedia. (2013a). *Forward rate definition*. Retrieved 11 maart, 2013, from <http://www.investopedia.com/terms/f/forwardrate.asp#axzz2NEyBW1mQ>
- Investopedia. (2013b). *Spot rate definition*. Retrieved 11 maart, 2013, from http://www.investopedia.com/terms/s/spot_rate.asp#axzz2NEyBW1mQ
- IPD. (2012a). *IPD Germany Annual Property Index*. Wiesbaden: IPD.
- IPD. (2012b). *IPD/aeDex corporatie vastgoedindex 2011*. Almere: IPD/aeDex.
- IPD. (2012c). *IPD/ROZ Netherlands Annual Property Index*. Almere: IPD / ROZ.
- IPD. (2013). *IPD Nederlandse Kwartaal Vastgoedbenchmark (alle objecten)*. Almere: IPD.
- Kaserer, C., & Schiereck, D. (2007). *Going Public and Being Public - A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital*. München: Technische Universität München.
- Kempen & Co. (2012). *Woningbeleggingen in een Europese context*. Amsterdam: Kempen & Co.
- Kempen & Co. (2013). *European Property Sector Compass*. Amsterdam: Kempen & Co.,.
- Knoester, L. (2013). *Persoonlijk interview met Leon Knoester - Head of Public Finance bij NWB*.
- Kraan, D.J., & Lever, C. (2006). *Het volkshuisvestingsbeleid op een kruispunt*. In D. J. Kraan & C. Lever (Eds.), *In Holland staat een huis*. 's-Gravenzande: Drukkerij Van Deventer.
- Kroeze, R. (2013). *Persoonlijk interview met René Kroeze - Senior Risicomanager bij WSW*.
- Kwan, S., & Carleton, W. . (2004). *Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds*. San Fransisco: Federal Reserve Bank of San Fransisco.
- Lusht, Kenneth M. (1997). *Real estate valuation : principles and applications*. Chicago: Irwin.
- Mitros. (2012). *Jaarverslag 2011*. Utrecht: Mitros.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Moody's. (2013). *Rating Symbols and Definitions: Moody's*.
- Moody's Global Credit Research. (2012a). *Moody's changes the outlook to negative on Germany, Netherlands, Luxembourg and affirms Finland's Aaa stable rating*. Retrieved 13 September, 2012, from http://www.moody's.com/research/Moodys-changes-the-outlook-to-negative-on-Germany-Netherlands-Luxembourg--PR_251214
- Moody's Global Credit Research. (2012b). *Rating Action: Moody's assigns (P)Baa1 to Corio's EUR 2.5 billion Guaranteed EMTN programme*. New York: Moody's.
- NEPROM. (2012). *ontmoet de NEPROM*. Breda: NEPROM.
- Nieboer, N. (2005). *Strategisch voorraadbeleid*. In M. Kramer (Ed.), *Praktijkhandboek Innovatief Renoveren en Herstructureren*. Amsterdam: WEKA Uitgeverij.
- Nieboer, N. (2009). *Het lange koord tussen portefeuillebeleid en investeringen van woningcorporaties*. Delft: IOS Press.
- NOS. (2012). *Restschuld 10 jaar aftrekbaar*. Retrieved 26 december, 2012, from <http://nos.nl/artikel/440519-restschuld-10-jaar-aftrekbaar.html>
- Paping, R. (2012, 9 maart). *Nooit meer een Vestia drama, Het Financieele Dagblad*.
- Patterson, A. (2012). *Redefining Debt Session*. Paper presented at the ULI Conference, Parijs.
- Pijnenburg, L. (2011). *Solvency II en vastgoedbeleggingen een inleiding*. Paper presented at the Researchseminar IPD/IVBN/VBA.
- PNO Vastgoed. (2013). *Maak optimaal gebruik van uw fiscale mogelijkheden via Sale en Leaseback*. Retrieved 28 februari, 2012, from <http://www.pnovastgoed.nl/Sale-en-leaseback>
- Polman, H. (2013). *Persoonlijk interview met Hans Polman - Adviseur Raad van Bestuur bij BNG*.
- Priemus, H. (2003). *Dutch Housing Associations: Current Developments and Debates*. *Housing Studies*, 18(3), 327-351.
- Priemus, H., & Gruis, V. (2011). *Social Housing and illegal State Aid: The Agreement between European Commission and Dutch Government*. *International Journal of Housing Policy*, 11(1), 89-104.
- Pureveen, A. (2013). *Persoonlijk interview met Arnold Pureveen - Chief Financial Officer bij De Alliantie*.

- PWC. (2011). *Effecten Solvency II op de vastgoed(beleggings)markt*. Paper presented at the Researchseminar IPD/IVBN/VBA.
- Remkes, J. (2000, nr. 26; 7 februari). Toepassing toezicht op toegelaten instellingen (BBSH), *Staatscourant*.
- Reuters. (2013). German real estate firm LEF prepares for share listing. Retrieved 6 februari, 2013, from <http://gulfnews.com/business/property/international/german-real-estate-firm-lef-prepares-for-share-listing-1.1128943>
- Rijksoverheid. (2012a). EMU-schuld en EMU-saldo. Retrieved 9 februari, 2013, from <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/europees-economisch-en-monetair-beleid/emu-schuld-en-emu-saldo>
- Rijksoverheid. (2012b). Puntensysteem huurwoning. Retrieved 28 november, 2012, from <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurwoning/puntensysteem-huurwoning>
- Rink, M. (2011). *Financiering met EMTN-papier Succes verzekerd?* Paper presented at the Public Treasury 2011, Apeldoorn.
- Rutte, M., & Samson, D. (2012). *Bruggen slaan*. Den Haag.
- Santos, J. (2013). Persoonlijk interview met Jos Santos - Treasurer bij Stadgenoot.
- Scott, M. (2013). German Property Firm Backed by Goldman Plans I.P.O. Retrieved 6 februari, 2013, from <http://dealbook.nytimes.com/2013/01/07/goldman-backed-property-company-announces-i-p-o/>
- Smink, R. (2013). Persoonlijk Interview met Riemer Smink - Senior Manager Corporate Finance bij Kempen & Co.
- Spies, J.W.E. (2012a). *Beleidsregels van de Minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties van 5 september 2012*. Den Haag.
- Spies, J.W.E. (2012b). *Circulaire Huurprijsbeleid voor de periode 1 juli 2012 tot en met 30 juni 2013*. Den Haag: Retrieved from <http://www.aedes.nl/binaries/downloads/huurbeleid/120801-huurprijsbeleid-2012-1013.pdf>.
- Standard & Poor's. (2013). Credit Ratings Definitions & FAQs. Retrieved 18 april, 2013, from <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>
- ten Cate, F. (1998). *Woningcorporaties in Nederland*. Hilversum: Drukkerij Onkenhout.
- Thomas, D. (2011, 3 januari 2011). Axa targets €1.5bn for property debt fund, *Financial Times*.
- Thomson Reuters. (2013). *Creditview Curves*.
- Triami Media. (2012). Inflation. Retrieved 28 november, 2012, from <http://nl.inflation.eu/inflatiecijfers/historische-cpi-inflatie.aspx>
- Unibail-Rodamco. (2013). Unibail-Rodamco: Innovative performance (Annual Report). Parijs: Unibail-Rodamco.
- van den Broeke, R. (1998). *Strategisch voorraadbeleid van woningcorporaties: informatievoorziening en instrumenten*. Delft: TU Delft.
- van der Mast, I., & Folkers, E. (2012). *Opweg naar 2025. Over de toekomst van woningcorporaties*. Amersfoort: Twynstra Gudde.
- van der Molen, M. (2012). *Kwartaalbericht Woningmarkt november 2012*. Utrecht: Rabobank.
- van Everdingen, D. (2012). *De financiële analyse van investeringsbeslissingen*. (MSc.), TU Delft, Delft.
- van Hoof, J., & Tegel, K. (2013). *Trendonderzoek woningcorporaties 2013*: KPMG.
- Vastned. (2013). *Jaarverslag 2012*. Rotterdam: Vastned.
- VEH. (2012). Kabinetsplannen woningmarkt steeds ongeloofwaardiger. Retrieved 26 december, 2012, from <http://www.eigenhuis.nl/actueel/nieuws/2012/369571-Kabinetsplannen-ongeloofwaardiger/>
- Verband Deutscher pfandbriefbanken. (2012a). *The pfandbrief; a safe investment*. Berlijn: VDP.
- Verband Deutscher pfandbriefbanken. (2012b). *Real Estate Banking 2012 | 2013*. Berlijn: VDP.
- Verbraeken, H. (2012a, 21 november 2012). Waakhond corporaties waarschuwt kabinet, *Het Financieele Dagblad*.
- Verbraeken, H. (2012b, 22 november 2012). WSW op rem door kabinetsbeleid, *Het Financieele Dagblad*.
- Vermeulen, P. (2013). Persoonlijk Interview met Pim Vermeulen Oud-voorzitter Raad van Bestuur bij BNG.
- Vesteda. (2012). *Jaarverslag 2011*. Amsterdam: Vesteda.
- Vlak, A. (2013). *IPD Nederlandse Jaar Corporatie Vastgoedindex 2012*. Paper presented at the IPD Corporatiejaar index, Amsterdam.
- VNG. (2012). *Herstel van vertrouwen*. In commissie Gemeentelijke achtervang in de corporatiesector (Ed.). Den Haag: VNG.
- Wallace, J. . (2012). Almost €10bn raised for debt strategies as winning mandates toughens. Retrieved 18 april, 2013, from <http://costarfinance.com/2012/10/31/almost-e10bn-raised-for-debt-strategies-as-winning-mandates-toughens/>
- Watkins, M. (2013). Europe's CMBS pipeline begins to flow. Retrieved 6 mei, 2013, from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ce184acc-96c3-11e2-a77c-00144feabdc0.html#axzz2SVi7yHNo>
- Wereldhave. (2013). *Annual Report 2012*. Den Haag: Wereldhave.

- Woonbond. (2012). Woonbond en FNV Bouw luiden noodklok over huurbeleid. Retrieved 26 december, 2012, from <http://www.woonbond.nl/nieuws/2996>
- WSW. (2009). Cijfermatigperspectief 2009. Hasselt: WSW.
- WSW. (2012a). Parameters en toelichting. Retrieved 11 maart, 2013, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/41>
- WSW. (2012b). Parameters en toelichting. Retrieved 26 december, 2012, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/41>
- WSW. (2012c). Parameters en toelichting. Retrieved 26 november, 2012, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/41>
- WSW. (2012d). Waarborgfonds Sociale Woningbouw beperkt borging. Retrieved 9 februari, 2013, from <http://www.wsw.nl/overwsw/nieuws/1/114/>
- WSW. (2012e). Waarborgfonds Sociale Woningbouw beperkt borging. Retrieved 23 november, 2012, from <http://www.wsw.nl/overwsw/nieuws/1/114/>
- WSW. (2012f). Wat doen we? Retrieved 24 november, 2012, from <http://www.wsw.nl/overwsw/watdoenwe>
- WSW. (2012g). Zekerheidsstructuur. Retrieved 26 november, 2012, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/hoewerktwsw/11>
- WSW. (2013a). Kortgeldlimiet. Retrieved 11 maart, 2013, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/46>
- WSW. (2013b). Marktaandeel portefeuille. Retrieved 28 februari, 2013, from <https://www.wsw.nl/mijnwsw/mtinformatie/155>
- WSW. (2013c). Onderpand. Retrieved 11 maart, 2013, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/34>
- WSW. (2013d). Rentemaximum. Retrieved 28 februari, 2013, from <http://www.wsw.nl/wetenendoen/beleid/47>
- WSW. (2013e). Rewntemaximum maart 2013. Retrieved 11 maart, 2013, from <http://www.wsw.nl/overwsw/nieuws/1/148/>
- Ymere. (2012). Jaarverslag 2011. Amsterdam: Ymere.
- Zachariasse, K. (2013). Persoonlijk interview met Kees Zachariasse - Partner bij Deloitte Real Estate Advisory.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V	W	X	Y	Z																																																																										
	Kredietrating											Spread en rente					Schuld en EV				LTV & Beta			REV &																																																																												
	Vreemd vermogen																																																																																																			
1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100