

zer in 1892 dan ook niet zozeer een financiering van de ontginning van Hij merkte daarover op:

*'door onze hypotheekbanken ... ter behandeld' (...) Verwonderlijk genoeg, is de toepassing dezer wettelijk geregelde instelling hier te lande door de praktijk geheel verwaarloosd, en werd tot dusver aan de grondrente, als credietmiddel voor den landbouw, te onzent nooit eenige aandacht geschonken.'*³¹

In de huidige tijd heeft Van Velten de grondrente het spiegelbeeld van de erfpacht genoemd, met name van voortdurende erfpacht met periodieke canon. Van Velten meent dat de grondrente zelfs beter geschikt is voor situaties waarin deze vorm van erfpacht wordt toegepast en concludeert:

*'wellicht zou kunnen worden overwogen om, zoals oorspronkelijk ook de bedoeling was (zie art. 5. 9.1-4 ontw. BW), de grondrente toch weer – maar dan in aangepaste vorm – als vervanging voor de voortdurende erfpacht met de verplichting tot betaling van een canon in het Burgerlijk Wetboek op te nemen.'*³²

In mijn inaugurele rede heb ik in navolging van Moltzer en Van Velten betoogd dat herinvoering van de grondrente overweging verdient, in het bijzonder als instrument om financiering van moeilijke herontwikkelingen mogelijk te maken.³³ Zoals de grondrente door Moltzer als 'assepoester' werd gezien, lijken overigens ook het erfpachtsrecht en het opstalrecht wat stiefmoederlijk als 'assepoesters' te worden behandeld bij de gedachtevorming over manieren waarop moeilijk financieerbare projecten toch kunnen worden gerealiseerd. Het hartstochtelijk pleidooi van Moltzer heeft weinig gehoor gevonden. Wellicht kan deze bijdrage onze kijk op de toepassingsmogelijkheden van erfpacht of opstal ter financiering van moeilijke herontwikkelingen verruimen. Nog beter zou het zijn als de grondrente een nieuwe kans zou krijgen.

30 Zie bijv. Asser/Mijnssen, Van Velten & Bartels 5* 2008, nr. 213.

31 J.P. Moltzer, a.w., p. 110.

32 A.A. van Velten, Preadvies 1995, a.w., par. 1.9.2.5.

33 R.F.H. Mertens, *Ontginning van woeste gronden* (inaugurele rede), Heerlen, 2 december 2011.

Financiering van woningcorporaties na de dubbele crisis

Prof. dr. ir. V.H. Gruis, TU Delft, Faculteit Bouwkunde, afdeling Real Estate & Housing, leerstoel Housing Management en tevens Hogeschool Utrecht
Ir. R.S. van der Kuij, TU Delft, Faculteit Bouwkunde, afdeling Real Estate & Housing en tevens Adviesbureau Atrivé

1. Inleiding

Woningcorporaties zijn grote investeerders op de vastgoedmarkt. In 2009 investeerden ze zo'n drie miljard in nieuwbouw, verbetering en onderhoud van woningen.¹ Daarnaast financieren ze ook maatregelen ter bevordering van de leefbaarheid van de woonomgeving en investeren ze in maatschappelijk vastgoed. Ze staan echter van verschillende kanten onder druk. Gualtérie van Weezel en Meerhof vatten dit samen in zeven 'plagen' voor woningcorporaties:²

1. Het imago is niet best als gevolg van allerlei incidenten, salarissen en beheerslasten; dit is een groot probleem, juist nu corporaties politieke goodwill hard nodig hebben.
2. De huren stijgen met niet meer dan de inflatie, wat bij oplopende bouw- en onderhoudskosten de liquiditeits- en vermogenspositie op lange termijn onder druk zet.

1 CFV, *Sectorbeeld realisaties woningcorporaties 2010*, Naarden 2010.

2 T. Gualtérie van Weezel & R. Meerhof, Voor de corporaties loert het gevaar overal, *De Volkskrant*, 18 november 2010.

3. Woningen zijn minder gemakkelijk te verkopen: in de huidige situatie op de woningmarkt is het ook voor corporaties moeilijker om delen van hun bezit te verkopen, terwijl verkoop meer en meer het middel is geworden om extra investeringen te kunnen financieren.
4. Den Haag heeft het voornemen af te romen: met name het voornemen om corporaties te laten bijdragen in de financiering van de huurtoeslag betekent een flinke greep in de kas.
5. De hypotheekrenteaftrek blijft, wat het in combinatie met de derde plaag moeilijker maakt voor corporaties om woningen te verkopen aan hun bewoners, vanwege het prijsopdrijvend effect en beperkt voordeel van de hypotheekrenteaftrek voor lagere-inkomensgroepen.
6. De EU grijpt in, waardoor het voor corporaties alleen nog mogelijk wordt investeringen in woningen met staatsteun – in de vorm van borging van leningen door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) – te financieren als deze een huurprijs hebben lager dan 652 euro (de maximale huurtoeslaggrens) en vervolgens voor 90% worden bestemd voor lage-inkomensgroepen (zie onder voor definitie). Dit kan voor herstructurering grote gevolgen hebben, omdat het hier juist vaak de bedoeling is om woningen te creëren voor middeninkomensgroepen en er vaak toch al geld bij moet.
7. Een dreigende rentestijging, wat enorme gevolgen zal hebben voor de investeringskracht van corporaties, omdat zij nog steeds voor het overgrote deel met vreemd vermogen financieren.

In feite hebben corporaties te maken met een dubbele crisis; zij worden gelijktijdig vanuit zowel de economie als de politiek onder druk gezet. In deze context staan de investeringen van corporaties onder druk. Het *Sectorbeeld voornemens woningcorporaties 2010* van het Centraal Fonds Volkshuisvesting³ – de instantie die verantwoordelijk is voor het uitvoeren van het financiële toezicht op woningcorporaties en saneringssteun verschaft aan corporaties die niet meer zelfstandig in hun financiële continuïteit kunnen voorzien – liet al zien dat corporaties hun sloop- en nieuwbouwprognoses omlaag hebben bijgesteld en de investeringen in woningverbetering hoger prognosticeren. Hierbij past de kanttekening dat de corporaties door het CFV al een aantal jaren zijn aangespoord meer realistische prognoses

op te geven. De opgegeven daling in de prognoses die nu zichtbaar is, hoeft dus niet te betekenen dat er minder wordt geïnvesteerd. Het kan ook betekenen dat de prognoses realistischer zijn. In een onderzoek van USP geven veel corporatiebestuurders en -managers aan te verwachten hun investeringen in nieuwbouw omlaag bij te stellen naar aanleiding van de EU-beschikking die stelt dat corporaties alleen nog staatssteun mogen ontvangen voor goedkopere woningen die verhuurd worden aan de doelgroep.⁴ En ook twee opeenvolgende enquêtes die adviesbureau Atrivé in 2009 hield, gaven aan dat de verwachtingen over de financiële situatie onder corporatiedirecteuren snel verslechterde.⁵ Tegelijkertijd geven veel corporatiebestuurders aan wel zoveel mogelijk te willen blijven investeren. Daarbij willen ze niet alleen actief blijven voor de lagere-inkomensgroepen, maar ook een rol van betekenis spelen voor de huisvesting van middeninkomensgroepen, die nu ook moeilijk(er) aan een geschikte en betaalbare woning kunnen komen. Hiervoor zullen corporaties ook nieuwe financieringsstrategieën moeten gaan toepassen.

Dit resulteert in twee vragen over investeringen en (her)financiering in de corporatiesector die zowel van maatschappelijk als van wetenschappelijk belang zijn:

- Welke veranderingen brengen corporaties aan in hun investeringsbeleid en welke gevolgen heeft dit (naar verwachting) voor de omvang van de investeringen?
- Welke financieringsstrategieën verwachten corporaties te kunnen gaan toepassen voor de financiering van investeringen in 'commercieel' vastgoed?

Deze vragen zijn van maatschappelijk belang, omdat een antwoord inzicht biedt in de mate waarin corporaties bereid en in staat zullen blijven om in woningen en maatschappelijk vastgoed waar geen staatssteun meer voor beschikbaar is, te investeren. Dit is ook voor de politiek van groot belang, omdat hiermee inzicht ontstaat in de gevolgen van genomen en aangekondigde maatregelen. Daarnaast biedt een verkennend overzicht van nieuwe financieringsstrategieën inzicht in de wijze waarop corporaties in de nieuwe context kunnen gaan functioneren. De vragen zijn ook van wetenschappelijk belang. Hierbij is vooral het kenmerk van

4 USP, *EU-beschikking: nieuwbouw kind van de rekening, investeringen in leefbaarheid en maatschappelijk vastgoed blijven*, 2010 (http://www.usp-mc.nl/Userfiles/File/pers-berichten/julio_3.pdf).

5 Atrivé, *Corporatie en de crisis*, Houten 2009.

corporaties als hybride ondernemingen die sociale en commerciële waarden in één organisatie combineren, relevant. Interessant is te zien hoe corporaties reageren op de huidige situatie, waarin ze voor het eerst sinds hun verzelfstandiging in de jaren negentig onder serieuze financiële druk staan. Trekken ze zich sterk terug op hun kerntaak (nu te definiëren als de huisvesting van huishoudens met een inkomen tot 33.614 euro, gebaseerd op de voormalige ziekenfondsgrens), of trekken ze alles uit de kast om toch als maatschappelijke onderneming met een bredere taak op de woningmarkt te kunnen blijven functioneren?

Deze vragen zijn onderwerp van deze bijdrage voor het symposium 'Vastgoedfinanciering in woelige tijden'. Deze bijdrage is gebaseerd op informatie van de sectorinstituten CFV en WSW, reeds uitgevoerde enquêtes van onderzoeksinstituten en adviesbureaus en aanvullende interviews met directeurs van woningcorporaties. De bijdrage start met een samenvatting van de financiële situatie. Vervolgens worden de veranderingen in het investeringsbeleid op sectorniveau toegelicht, op basis van beschikbare kwantitatieve informatie over de investeringsvoornemens van corporaties. De achtergronden van de wijzigingen in het investeringsbeleid worden toegelicht op basis van interviews onder corporatiedirecteuren. Daarna gaat de bijdrage in op de wijzigingen in de financiering van de activiteiten van corporaties op sectorniveau en de financieringsstrategieën die overwogen worden door de geïnterviewde directeurs. Het artikel eindigt met enkele algemene conclusies en beschouwingen.

2. De financiële situatie van woningcorporaties

Een aantal jaren geleden werden corporaties gezien als rijke instituties, waar het geld als het ware tegen de klippen opklotste. De afgelopen jaren is evenwel duidelijk geworden dat de middelen van corporaties niet oneindig zijn.⁶ Het CFV sprak in 2009 al van een somber meerjarenperspectief voor woningcorporaties en voorziet dalende vermogens op langere termijn.⁷ Aan de hand van een modeldoorrekening is onderzocht hoe de vermogenspositie van de sector zich kan ontwikkelen tussen 2008 en 2018. Bij deze modeldoorrekening is verondersteld dat de sector tot en

met 2018 jaarlijks ongeveer evenveel blijft (des)investeren als in recente jaren en dat ook de vigerende beleidscontext inzake huurprijsbeleid en fiscale behandeling van de eigen woning wordt voortgezet. Onder deze condities gaat de vermogenspositie van de sector zowel nominaal als relatief achteruit. De solvabiliteit daalt van 31,6% per ultimo 2008 naar 24,9% per ultimo 2018.⁸ Het CFV heeft ook berekend wat de effecten van het regeerakkoord zijn en concludeert dat de heffing voor het bijdragen door corporaties aan de huurtoeslag gecompenseerd kan worden met het ruimere huurbeleid, waarbij het CFV wel aanmerkt dat corporaties de hogere huren ook daadwerkelijk moeten kunnen realiseren.⁹

Ook het WSW, dat garanties verschafft voor leningen aan corporaties die zij gebruiken voor investeringen in sociale woningbouw, spreekt zijn zorg uit over de financiële draagkracht van corporaties in de toekomst.¹⁰ Het WSW kijkt daarbij met name naar de sterke toename van de langlopende schulden, in combinatie met de historisch gezien lage rente. De langlopende schulden komen steeds dichterbij de waarde van de woningen in verhuurde staat te liggen. Bij een stijgende rente kan een tekort ontstaan in de exploitatiekasstromen, zodat corporaties volledig afhankelijk worden van opbrengsten uit woningverkoop om onrendabele investeringen en tekorten in de exploitatie af te dekken.

Zowel het WSW als het CFV wijst op het belang van het beheersen van de bedrijfslasten als noodzakelijke factor bij het waarborgen van de financiële continuïteit. Berekeningen met het door Ortec Finance ontwikkelde 'Duurzaam Businessmodel' onderstrepen dit belang ook. Dit model geeft inzicht in de toekomst van de financiële positie van woningcorporaties bij verschillende scenario's. Bij het model zijn de volgende uitgangspunten gehanteerd:

- een gelijkblijvend (of eventueel dalend) aantal woningen,
- een gelijkblijvende kwaliteit, die geoperationaliseerd is als een gelijkblijvende gemiddelde exploitatietermijn van 25 jaar.

In de basisvariant is verder uitgegaan van handhaving van een inflatievolgend huurbeleid en de vennootschapsbelasting, introductie van de heffing in het kader

6 Zie ook V.H. Gruis, *Corporatiefinanciën onder druk*, *Rooilijn*, nr. 4, 2010.

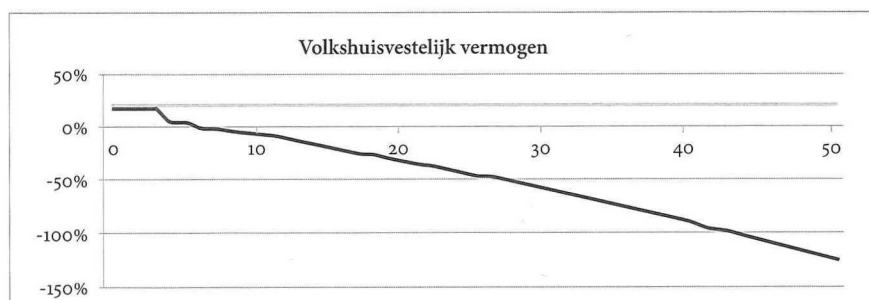
7 CFV, *Sectorbeeld voornemens woningcorporaties 2009*, Naarden 2009.

8 CFV, *Sectorbeeld voornemens woningcorporaties 2010*, Naarden 2010.

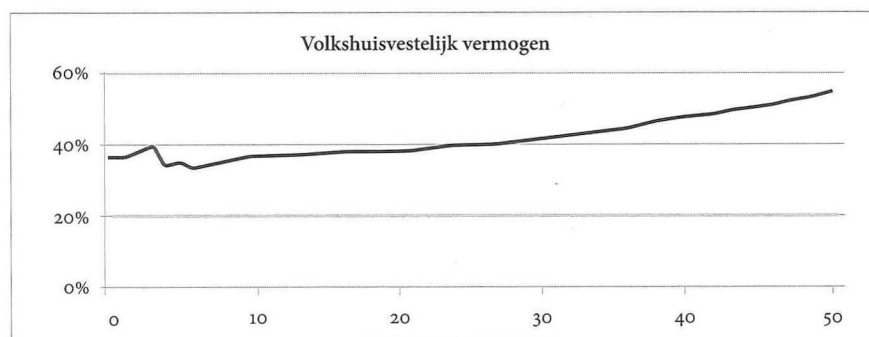
9 CFV, *Doorrekening effecten regeerakkoord voor corporatiesector*, Naarden 2011.

10 WSW, *Trendrapportage woningcorporaties 2011; zekere onzekerheden*, Huizen.

van de huurtoeslag en continuering van het huidige investeringsniveau. Figuur 1 laat de gevolgen zien, waarbij het vermogen van corporaties, bepaald volgens normen van het CFV, op korte termijn onder de nullijn zakt. In de corporatiesector betekent dit dat een corporatie niet meer in staat is om zelfstandig in haar financiële continuïteit te voorzien en dus aanspraak zal moeten maken op saneringssteun via het CFV. Bij een tweede variant is uitgegaan van een gemiddelde huurstijging van 1% boven de inflatie en een verlaging van de beheerkosten met 18%. In figuur 2 is te zien is dat corporaties dan wel perspectief hebben op een duurzame bedrijfsvoering. Het kunnen realiseren van dit scenario is wel afhankelijk van de ruimte die corporaties van de overheid krijgen voor het doorvoeren van huurverhogingen. Daarnaast zullen zij ook hun eigen bedrijfsvoering efficiënter moeten maken.



Figuur 1: Verloop vermogen corporaties bij basisvariant (Duurzaam Businessmodel Ortec Finance)



Figuur 2: Uitkomsten verloop vermogen corporaties bij 1% reële huurstijging en 18% reductie beheerkosten (Duurzaam Businessmodel Ortec Finance)

3. Veranderingen in investeringsbeleid van corporaties

De veranderende economische context laat de investeringsplannen van corporaties niet ongemoeid. Het *Sectorbeeld voornemens woningcorporaties* van het CFV laat zien dat corporaties minder inzetten op nieuwbouw en sloop, minder verwachten te verkopen, maar meer inzetten op ingrijpende verbetering van hun voorraad. In tabel 1 zijn de prognoses die de corporaties opgaven aan het CFV in de jaren 2009, 2010 en 2011 te zien. Hierbij kijken corporaties telkens vijf jaar vooruit, zodat in de tabel de verwachte totaalproductie over vijf jaren wordt vergeleken uit de prognosejaren 2009, 2010 en 2011.

Binnen de nieuwbouwactiviteiten zien we verhoudingsgewijs ook een afnemend aandeel aan koopwoningen. In 2009 verwachtten corporaties nog bijna de helft van hun nieuwbouw in de koopsector te realiseren, in 2011 is dat iets meer dan een derde. Overigens moeten we hierbij aantekenen dat corporaties een steeds groter aandeel van de totale bouwproductie in Nederland op zich nemen. Begin van de jaren 2000 namen corporaties zo'n 20% van het aantal nieuw gebouwde woningen voor hun rekening, in 2010 is dat opgelopen naar 30% (CBS Statline).

Tabel 1: Investeringsvoornemens corporaties prognoseperiode 2011–2015 versus eerdere voornemens (in aantallen woningen)¹¹

Activiteiten (in aantallen)	Voornemens		
	2009–2013	2010–2014	2011–2015
Nieuwbouw huurwoongelegenheden	204.100	175.100	164.200
Sloop huurwoongelegenheden	103.400	85.000	78.900
Verkoop huurwoongelegenheden aan eigenaars-bewoners	94.800	91.500	84.000
Ingrijpende verbetering (> 20.000 euro investeren in één woongelegenheden)	101.800	105.700	117.000
Nieuwbouw koopwoongelegenheden	95.200	74.600	59.000

* Voornemens zijn vaak ambitieuzer dan uiteindelijke realisatie

¹¹ CFV, *Preview sectorbeeld voornemens woningcorporaties prognoseperiode 2011–2015*, Naarden 2011.

In de periode 2011–2015 hebben de corporaties het voornemen 2,2 miljard euro te investeren in maatschappelijk vastgoed. Dat is fors minder dan in de prognoseperiode 2010–2014 (2,9 miljard euro), maar wel vergelijkbaar met de voornemens in de periode 2009–2013. De daling ten opzichte van de prognoseperiode 2010–2014 betreft vrijwel alle categorieën maatschappelijk vastgoed. Alleen de categorie ‘vastgoed voor onderwijs & opvoeding’ blijft stabiel. Onderzoek van het Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid (EIB) wijst ook uit dat corporaties veel minder zullen gaan investeren in monumentenzorg, als gevolg van de beperkte investeringscapaciteit.¹²

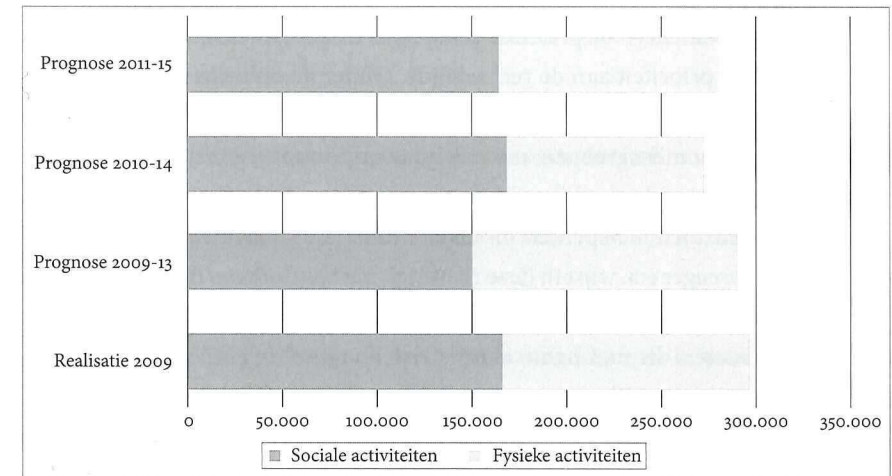
In figuur 3 is te zien dat de voorgenen uitgaven van corporaties aan leefbaarheidsactiviteiten min of meer stabiel blijven en zelfs iets zijn toegenomen ten opzichte van de vorige prognoseperiode, hoewel de huidige voornemens tot deze uitgaven nog wel lager zijn dan bij de prognoseperiode 2009–2013. Het gaat hierbij om een scala aan activiteiten die corporaties ondernemen ter bevordering van de kwaliteit van de buurt. Het kan daarbij gaan om fysieke maatregelen, zoals het schoon en heel houden van de openbare ruimte, en om sociale maatregelen, zoals het stimuleren van sociale samenhang, werkgelegenheid en scholing onder buurtbewoners. Het beeld dat leefbaarheidsinvesteringen min of meer op peil blijven, wordt ook ondersteund in enquêtes van USP en Post & De Jong.¹³

Samenvattend kunnen we stellen dat corporaties hun investeringen meer zullen richten op het beheren van hun bestaande bezit. Deze trend past bij een meer algemene verschuiving in het strategische profiel van corporaties. Zo wijst een enquête van Nieboer naar de strategische prioriteiten van corporaties op aanzienlijke verschuivingen tussen nu en drie jaar geleden.¹⁴ In figuur 4 wordt deze verschuiving weergegeven. Wijst de staaf naar rechts, dan heeft de prioriteit aan de rechterzijde aan belang gewonnen ten opzichte van de prioriteit aan de linkerzijde. Wijst de

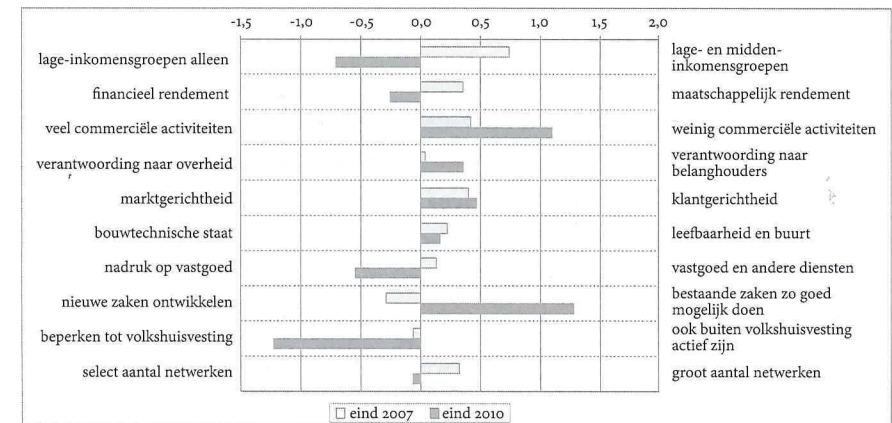
¹² M.A. Koning, M. Mulder & J. Schellevis, *Monumenten en corporaties; monumenten-bezit en -beleid van corporaties*, Amsterdam: EIB 2011.

¹³ USP, *EU-beschikking: nieuwbouw kind van de rekening, investeringen in leefbaarheid en maatschappelijk vastgoed blijven*, 2010 (http://www.usp-mc.nl/Userfiles/File/pers-berichten/julio_3.pdf); C. Post & M. de Jong, *Vertrouwen in de buurt, onderzoek naar de toekomstige rol van de woningcorporatie in de wijk*, 2011 (www.laaglandadvies.nl).

¹⁴ N. Nieboer, *Inspelen door corporaties op een veranderende omgeving; uitkomsten enquête*, Delft: Onderzoeksinstituut OTB 2011 (www.move.bk.tudelft.nl).



Figuur 3: Ontwikkeling voorgenen uitgaven corporaties aan leefbaarheid (x 1.000 euro)¹⁵



Figuur 4: Gemiddelde weging door corporaties van paarsgewijs voorgelegde prioriteiten, voor eind 2007 en voor eind 2010¹⁶

¹⁵ CFV, *Preview sectorbeeld voornemens woningcorporaties prognoseperiode 2011–2015*, Naarden 2011.

¹⁶ N. Nieboer, *Inspelen door corporaties op een veranderende omgeving; uitkomsten enquête*, Delft: Onderzoeksinstituut OTB 2011 (www.move.bk.tudelft.nl).

staaf naar links, dan heeft de prioriteit aan de linkerzijde aan belang gewonnen ten opzichte van de prioriteit aan de rechterzijde. Onder de onderzochte corporaties is per saldo een beperking van het werkveld te zien: een grotere concentratie op alleen de lage-inkomensgroepen; minder inzet op commerciële activiteiten; meer nadruk op het zo goed mogelijk uitvoeren van bestaande producten en diensten; meer nadruk om zich te beperken tot taken binnen de volkshuisvesting. Ook onderzoek van Sprenger e.a. wijst in deze richting.¹⁷ Zij concluderen dat het draagvlak om woningcorporaties meer te laten doen dan alleen hun kerntaak, snel minder wordt. Zij relateren dit met name aan de risico's die deze activiteiten met zich brengen en niet meer worden geaccepteerd, mede vanwege diverse incidenten in de sector. Evenals Nieboer & Gruis en Post & De Jong benadrukken zij dat corporaties meer in ondersteunende rollen, in samenwerking met andere partijen, zullen gaan opereren waar het gaat om activiteiten die buiten hun kerntaak liggen.¹⁸

4. Achtergronden bij investeringsbeleid: reacties van afzonderlijke corporaties

Om meer inzicht te krijgen in de manier waarop afzonderlijke woningcorporaties reageren op de veranderende context, zijn interviews gehouden met acht directeur-bestuurders. Deze personen zijn benaderd uit en via ons eigen netwerk op basis van onze verwachting dat zij relatief vergevorderd zijn in het denken over de gevolgen van de huidige ontwikkelingen voor de investerings- en financieringsstrategie. Daarnaast is enige spreiding nagestreefd in omvang van de corporaties en verschillende marktgebieden.¹⁹ In deze interviews hebben wij gevraagd welke veranderingen zij in hun investerings- en financieringsstrategie doorvoeren en

17 P. Sprenger, L. Schoormans & T. Camps, *Verbinding verbroken; actief sturen op de legitimiteit van een maatschappelijke onderneming*, Utrecht: Berenschot/CBMO 2011.

18 N. Nieboer & V.H. Gruis, Terugtrekkende bewegingen in de corporatiesector, *Rooilijn*, nr. 3, 2011; C. Post & M. de Jong, *Vertrouwen in de buurt, onderzoek naar de toekomstige rol van de woningcorporatie in de wijk*, 2011 (www.laaglandadvies.nl).

19 Dit heeft geleid tot een interview met de volgende corporaties: vier grote (> 20.000 vhe's) corporaties in stedelijk gebied; één middelkleine (5.000–10.000) en drie kleine tot middelkleine corporaties (500 tot 5.000 vhe's), variërend qua type corporatie zoals het CFV hanteert in zijn indeling (één corporatie met marktgevoelig bezit, één met een stabiele portefeuille, één met een krimpende portefeuille en één met een gemiddeld profiel met een accent op eengezinswoningen).

waarom zij deze doorvoeren. In deze paragraaf vatten wij de reacties betreffende het investeringsbeleid samen.

De meeste geïnterviewden reageren op een manier die in lijn is met het meer algemene beeld uit de voorgaande paragraaf. Ze richten zich meer op het onderhouden en verbeteren van de bestaande voorraad (bezit?) en minder op slopen en nieuwbouw:

- Directeur A: 'We gaan in de toekomst minder slopen, alleen als uiterste variant.'
- Directeur B: 'Wij richten ons op de bestaande klant en bestaande voorraad, een focus op goed beheer. Deze keuze hebben we vijf jaar geleden al gemaakt en betaalt zich nu uit doordat we van de huidige economische context weinig last hebben.'
- Directeur C: 'We zien een verschuiving in onze investeringen tussen nieuwbouw en renovatie; nu ongeveer 80–20, na de herijking meer richting 60–40.'
- Directeur D: 'Grofweg zal het erop neerkomen dat we nog 50% van onze bouwambitie overhouden (niet afstellen, maar uitstellen in de tijd). De sloopambitie zijn we ook aan het herzien. Een deel kan niet meer terug. Van de rest kijken we of we het [wat?] in de lucht kunnen houden.'
- Directeur F: 'Investeren in koopwoningen zijn gedaald... Slopen doen we steeds minder... Verschuivingen treden dus wel op naar meer onderhoudsuitgaven en een verkoopprogramma.'
- Directeur H: 'Van de geplande ambitie om 800 woningen te slopen en er 600 terug te bouwen, gaan we terug naar minder slopen en het terugbouwen van 250 tot 300 woningen. We onderzoeken nu in hoeverre de plannen met betrekking tot sloop kunnen worden teruggedraaid in relatie tot lopende afspraken.'

De redenen die worden genoemd voor het bijstellen van de investeringsambities, zijn overigens divers. Hoewel de veranderde economische en institutionele context bij veel van de geïnterviewden wel een rol speelt, zijn er ook andere overwegingen:

- Directeur A: 'Deze houding is wel veranderd in de laatste jaren. Echter niet door het geld of het Europa-dossier. Het heeft te maken met een hernieuwd inzicht in de effecten van sloop en nieuwbouw, de effecten op duurzaamheid. De verschuiving komt ook doordat er minder grondposities beschikbaar zijn.'

- Directeur B: 'In onze stad zijn weinig goede mogelijkheden tot ontwikkelen van nieuwbouw, tenzij je 'de hoofdprijs' ervoor wilt betalen. Doen we niet, we zijn terughoudend in investeringen en gaan niet mee in de drang om maar te willen ontwikkelen. Als het niet rendabel (genoeg) is, doen we het niet.'
- Directeur C: 'Verschuiving is niet alleen een financiële afweging. Het gaat ook om de kwaliteit van de portefeuille en strategische inzet in wijken die we herijkt hebben.'
- Directeur F: 'Het is een samenloop van realisatievermogen [?] en dat het [herstructureren] economisch gezien kapitaalvernietiging is.'
- Directeur G: 'In onze krimpregio is het nu geen tijd om te investeren in nieuwe projecten, we zijn bezig met een verbeterslag in het huidige bezit. Daarnaast zal de babyboomgeneratie over vijf tot tien jaar stevig op de deur gaan kloppen voor huisvesting met zorgmogelijkheden, terwijl ze nu nog relatief vitaal zelfstandig (willen) wonen. Voor deze toekomstige vraag maken we nu reserveringen.'

Eén corporatie heeft heel expliciet een andere strategie gekozen: 'Wij kiezen ervoor om minder in het vastgoed zelf te investeren, maar de woondienst [oftewel het gebruik kunnen maken en in eigendom kunnen nemen van een woning] te financieren. Vooral om een wooncarrière te kunnen bieden en mensen de stap naar de koopmarkt te kunnen laten maken. Dat betekent dat we niet meer de woning financieren, maar de klant ondersteunen: hij kan 'kopen wat hij wil' en we nemen voor maximaal de helft zijn hypotheek over in plaats van dat we de klant een goedkopere woning (dan wel onder verkoopvoorwaarden) aanbieden... Onze strategie betekent ook dat we onze uitgaven in vastgoed anders doen. We hebben hier ook geleerd van onze 'fouten'. In de herstructureringswijken die we hebben aangepakt, was het jaren lang onrust en ontevredenheid. En het kost ook nog eens veel geld. Waarom dan toch doen? We hebben geleerd dat vitaliteit niet in de stenen zit, maar in de mensen die er wonen. Onze opgave is dus om alleen de schil op te knappen, (energetische verbeteringen, architectonisch op niveau houden) in combinatie met de koopconstructies die wij aanbieden. Dit betekent een andere investeringsopgave, ongeveer de helft in vergelijking met de afgelopen jaren.' (Directeur E)

Er wordt kritischer omgegaan met activiteiten buiten de kerndoelstelling, zoals het realiseren van (duurdere) koopwoningen, commercieel en maatschappelijk

vastgoed en investeringen in leefbaarheid. Enkele van de geïnterviewden zijn hier relatief expliciet over:

- Directeur A: 'We hebben de afgelopen jaren geleerd van onze projecten. Dure koop moeten we bijvoorbeeld niet doen. Hier hebben we de competenties niet voor, de markt kan dit beter. Als we in projecten een deel van de opgave in dure koop willen doen, zoeken we hier partners voor. Als deze partners niet te vinden zijn, doen we het ook niet, want dan is het product blijkbaar niet goed... Gelet op de gewijzigde maatschappelijke opvattingen en het bezuinigingsbeleid van het huidige kabinet, denk ik dat een dergelijke investering [in een groot maatschappelijk vastgoedproject] momenteel niet meer zou worden opgepakt door ons.'
- Directeur D: 'Waar we een aantal jaren geleden nog overal probeerden om met bewoners actief aan de slag te gaan, doen we dit vanaf nu alleen als er een initiatief vanuit de bewoners zelf komt. In plaats van de 'shot-gun' nu gericht aan de slag... We trekken ons echter ook terug uit de maatschappelijk-vastgoedprojecten: als de markt het niet op kan pakken, waarom wij dan wel?'
- Directeur H: 'We kijken nu een stuk sterker naar wie wat moet oppakken: als de gemeente een school of bibliotheek wil ontwikkelen, moeten wij dit niet per se (willen) doen. Niet-DAEB-activiteiten [activiteiten die niet meer met staatssteun mogen worden gefinancierd] gaan we nu niet meer doen; ben benieuwd welke partij dit nu gaat oppakken, want ik zie de markt het niet doen.'

Daarnaast wordt er vooral gesproken over temporisering en strengere eisen:

- Directeur A: 'Koopprojecten doen we, maar wel onder zware eisen. Het moet waardecreatie opleveren voor de wijk en we hanteren een voorverkoops van 90% voordat we starten.'
- Directeur B: 'Van betekenis is de heffing [welke heffing?]. Dit legt een flink direct beslag op onze investeringscapaciteit en betekent dat we de lat hoger moeten leggen voor onze rendementseisen bij investeringen. Niet dat we dan direct minder kunnen investeren, maar nadrukkelijk moeten sturen in het moment van investeren: als we kunnen wachten, doen we dat. Het is zaak een gelijkmatige uitgavenstroom te creëren, die je goed kan sturen.'
- Directeur C: 'De gemengde projecten zijn getemporiseerd en hebben de harde voorverkoops van 70% meegekregen... We hebben er afgelopen jaren niet voor gekozen om massaal koopprojecten die niet liepen, om te zetten in huur-

projecten, wat impact zou hebben op de langetermijn-investeringscapaciteit. We hebben er vooral voor gekozen om projecten dan stop te zetten of uit te stellen, zodat we geen 'extra' investeringen zouden doen.'

- Directeur F: 'Bij koopwoningen hanteren we wel een strakke 70%-voorverkoop-norm (soms 60% bij strategische redenen).'
- Directeur G: 'Nu uitgebreid investeren in een krimpregio, gecombineerd met een onvoorspelbare toekomstige zorgvraag, is onverstandig. We kijken of we het huidige beschikbare vermogen aanwenden voor verbetering van het eigen bezit of beschikbaar stellen voor collegiale financiering.'

Samenvattend kunnen we stellen dat het algemene beeld over afnemende investeringen bevestigd wordt in onze interviews. Hiervoor worden overigens niet alleen financiële motieven genoemd. Ook ideologische (bijvoorbeeld duurzaamheid, vermijden van onrust in de wijk, visie op rol van corporatie), organisatorische (gerelateerd aan een gebrek aan competenties) en ruimtelijke (gebrek aan bouwlocaties) motieven worden genoemd. Daarnaast zijn er verschillen in het moment waarop deze ontwikkelingen zijn ingezet. Sommige corporaties zijn hier al jaren geleden mee begonnen en veranderen nu niet veel meer in de strategie. Anderen zijn nu bezig met de herijking en heroverweging van de plannen.

5. Veranderingen in financiering corporaties

De veranderingen in de economische en institutionele context leiden ertoe dat corporaties ook op zoek zijn naar nieuwe financieringsstrategieën. Een enquête van KPMG onder bestuurders en managers van corporaties wijst op een grote consensus dat het verdienmodel van corporaties moet worden overwogen. 'Kenmerkend is het vigerende model waarmee de financiële afwegingen worden gemaakt, niet meer toereikend. Er kan niet meer van worden uitgegaan dat de waarde van de woningvoorraad, van de vastgoedportefeuille toeneemt en dus wel voldoende draagvlak zal bieden voor toekomstige projecten en activiteiten. Er moet op een andere manier met kosten, opbrengsten en balansposten worden omgegaan.'²⁰ Ook

²⁰ K. Tegel, G. van den Berg, H. Berg & I. Algera, *Woningcorporaties resetten zich; verslag van het onderzoek naar veranderingen en uitdagingen voor de corporatiesector*, Amsterdam: KPMG 2011.

de Europese richtlijn inzake de staatssteun aan corporaties en de aangekondigde wijziging in de Woningwet zullen invloed hebben op de financiële structuur van organisaties. Als gevolg van de Europese richtlijn verminderen de mogelijkheden tot financiering met borging door het WSW. In de aangekondigde wijziging in de Woningwet wordt hiertoe een administratieve scheiding in de financiering van corporaties aangebracht. Hoewel de Europese 'transparantierichtlijn' in principe alleen een scheiding van de administratie van baten en lasten vergt, is in het wetsvoorstel de verplichting opgenomen ook het vermogen administratief te scheiden. Volgens de memorie van toelichting bij de aangekondigde herziene Woningwet is dit van essentieel belang 'voor een goed functioneren van de onderscheiden takken' en is het streven 'dat de toegelaten instelling in de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak zoveel mogelijk gescheiden opereert... en in elk van de takken aan een eigen gezond financieel toekomstperspectief werkt'. DAEB-activiteiten zijn hierbij activiteiten die wel met staatssteun worden uitgevoerd en door de Europese Commissie worden aangemerkt als 'Diensten van Algemeen Economisch Belang'. Niet-DAEB-activiteiten mogen niet met staatssteun worden gefinancierd. Kruis-subsidiëring dient volgens de memorie van toelichting voorkomen te worden. Er ontstaan met andere woorden twee deelbedrijven die zichzelf moeten bedruipen. In de periodieke *Corporatie Survey* van Finance Ideas gaf overigens slechts 18% van de ondervraagde bestuurders en managers aan reeds gestart te zijn met de invoering van de administratieve scheiding in het kader van de Europese richtlijn.²¹ Dit heeft er mogelijk mee te maken dat er nog te veel onduidelijkheden zijn over de manier waarop de scheiding moet worden doorgevoerd in de bedrijfsvoering.²²

De *Corporatie Survey* wijst er ook op dat een meerderheid van corporatiebestuurders en -managers verwacht dat het verkrijgen van financiering voor hun activiteiten moeilijker gaat worden. De meesten van hen verwachten 0,5 tot 1,5% meer rente te moeten betalen voor financiering van ongeborgde activiteiten.²³ Elemans e.a. rekenen voor dat de extra rentelast voor de financiering van de nieuwbouw van middeldure huurwoningen zonder borging zo'n 1.400 euro per jaar kan bedragen.²⁴

²¹ M. Schweitzer & V. Burger, *Corporatie Survey Editie III*, Utrecht: Finance Ideas 2011.

²² Zie ook R. Goorden, Financiering woningcorporaties; nog veel vragen bij financierbaarheid niet te borgen activiteiten, *B&G*, maart/april 2011.

²³ M. Schweitzer & V. Burger, *Corporatie Survey Editie III*, Utrecht: Finance Ideas 2011.

²⁴ M. Elemans, B. Brand & M. van Sante, *Sectorvisie woningcorporaties*, ING 2011.

Daarbij geven zij ook aan dat de financier voor de beoordeling van het krediet sterker zal kijken naar het desbetreffende te financieren vastgoed (objectbeoordeling) en minder naar de 'wettelijke status' als woningcorporatie. Daarnaast zullen de organisaties met hun management, de kennis en ervaring die is opgedaan en de reputatie van de woningcorporatie, worden geanalyseerd (subjectbeoordeling) en in het totaaloordeel een plaats krijgen (onder andere jaarcijfers en overzicht portefeuille). Er wordt minder gekeken naar het achterliggende wet- en regelgevend kader waarop tot nu toe financieringen van DAEB-investeringen worden beoordeeld. Ten slotte geldt dat corporaties bij commerciële financiering geen 100% dekking zullen krijgen. Hardy en Van der Meulen spreken van maximaal 70% van de stichtingskosten.²⁵

Corporaties zijn zich inmiddels aan het bezinnen op de wijze waarop zij financiering zonder borging door het WSW kunnen realiseren.²⁶ Uit de literatuur zijn vier strategieën af te leiden die corporaties zouden kunnen gaan toepassen om de financieringsmogelijkheden te vergroten:

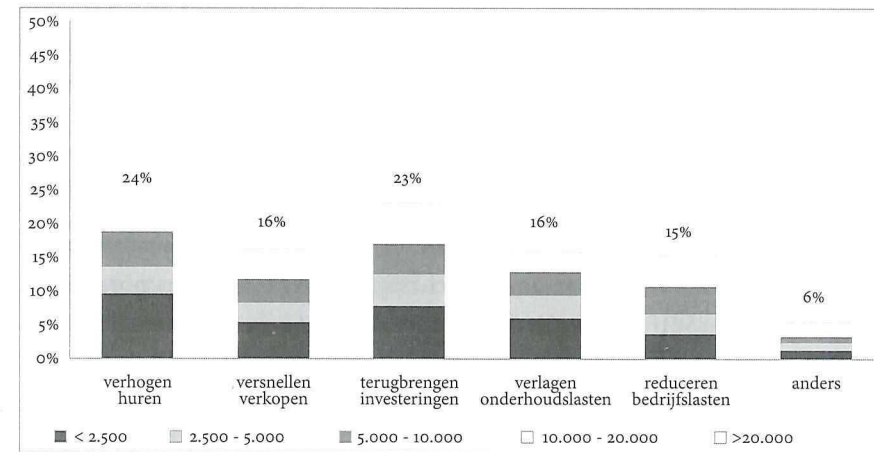
- interne financieringsmogelijkheden,
- schaalvergroting,
- nieuwe financieringsbronnen,
- institutionele vernieuwing.

Veel corporaties zullen een deel van de financieringsproblemen oplossen via interne financiering, door het verlagen van uitgaven, verhogen van inkomsten en het vergroten van hun kasvoorraad.²⁷ Zo verwachten corporatiebestuurders en -managers effecten van de invoering van de heffing van de huurtoeslag niet alleen te financieren uit huurverhoging en versnelde verkoop, maar ook uit het terugbrengen van investeringen, onderhouds- en bedrijfslasten (zie figuur 5).

²⁵ J. Hardy & W. van der Meulen, Vragen over ongeborgd lenen, *Aedes Magazine*, nr. 12, 2011.

²⁶ P. Hendriks, Lenen zonder borging; nieuwe wegen voor financiering, *Aedes Magazine*, nr. 4, 2011c.

²⁷ Bijvoorbeeld K. Tegel, G. van den Berg, H. Berg & I. Algera, *Woningcorporaties resetten zich; verslag van het onderzoek naar veranderingen en uitdagingen voor de corporatiesector*, Amsterdam: KPMG 2011.



Figuur 5: Manier van financiering heffing huurtoeslag naar omvang corporatie (Corporatie Survey Editie III, Finance Ideas 2011)

Daarnaast is te verwachten dat corporaties hun financiële spankracht vergroten door schaalvergroting via fusies.²⁸ Schaalvergroting moet dan onder meer bijdragen aan het verkrijgen van voldoende kennis, die nodig is voor het scheiden en financieren van sociale en commerciële activiteiten, en voldoende massa creëren voor beheer, financiering en risicospreiding van vastgoed in het commerciële segment en vergroting van de kasstroom.

Een derde strategie die men onderzoekt is het aanboren van nieuwe financieringsbronnen, zoals financiering via pensioenfondsen en het onderbrengen van bezit in vastgoedfondsen en coöperaties. Onderzoek van Ortec Finance in opdracht van De Vernieuwde Stad (een netwerk van grotere corporaties die in een stedelijke omgeving opereren) wijst erop dat financiering via pensioenfondsen een aantrekkelijke bron kan zijn voor beide partijen, vooral vanwege het feit dat dit mogelijkheden biedt voor uitruilen van inflatierisico's. Praktijkvoorbeelden zijn er evenwel nog niet.²⁹ Volgens Jones Lang Lasalle is er onder beleggers wel interesse om complexen in het niet-DAEB-segment van corporaties over te nemen en deels door te

²⁸ Zie o.a. ABN AMRO, *Visie op onderwijs, zorg en woningcorporaties*, 2011 en A. van Arum, *Aantal corporaties zal halveren*, Cobouw 27 mei 2011.

²⁹ H. Verbraeken, Pensioenfondsen en corporaties verkennen het 'ideale huwelijk', *Het Financieel Dagblad*, 25 oktober 2010, p. 11.

exploiteren.³⁰ Jones Lang Lasalle pleit er daarom voor corporaties de mogelijkheid te bieden om woningen in het bezit die ze zonder borging willen financieren, in fondsen onder te brengen, waarin ze ook kunnen participeren en risicodragend vermogen kunnen inbrengen. Wel is er al het Wooninvesteringsfonds (WIF), dat complexen van corporaties opkoopt om ze vervolgens uit te ponden. Tot nog toe neemt het WIF voornamelijk complexen over van corporaties die om extra inkomsten verlegen zitten, maar de verwachting is dat het aantal corporaties dat woningen aan het WIF gaat aanbieden, zal toenemen.³¹ Aanvankelijk werd het WIF gefinancierd door corporaties met een vermogensoverschot, maar het WIF wordt nu (ook) gefinancierd door banken en beleggers. Van Triest en Elbers stellen voor de woningen te verkopen aan op te richten coöperaties.³² De individuele bewoners kopen dan geen woning, maar een lidmaatschap van de coöperatie, welke in haar statuten ook een minimaal kwaliteitsniveau waarborgt. Lidmaatschappen kunnen ook door de coöperatie worden verhuurd aan bewoners die (nog) niet aan koop toe zijn. Elbers en Van Dijk opperen dat corporaties huurwoningen die net buiten de socialehuursector vallen, ook gezamenlijk in een coöperatie kunnen bijeenbrengen.³³ Er kan dan efficiencywinst worden behaald door het bundelen van de niet-sociale voorraad.

Ten slotte worden ook institutionele vernieuwingen genoemd als financieringsstrategie. Een aantal corporatiedirecteuren is onder de noemer 'Brutering 2.0' aan het verkennen hoe corporaties, eventueel zonder staatssteun, te werk kunnen gaan.³⁴ Er wordt daarbij gedacht aan een onderling waarborgsysteem waarin corporaties garant staan voor elkaars leningen, zonder achtervang van het rijk, zodat ook niet-DAEB-activiteiten kunnen worden geborgd.³⁵ Ook wordt gesuggereerd dat corporaties naar de beurs zouden kunnen gaan indien de huren geliberaliseerd zouden worden. Zakenbank Kempen & Co baseert zich hierbij mede op ervaringen in Duitsland, waarbij socialehuurwoningen al langer in beursgenoteerde fondsen

³⁰ Jones Lang Lasalle, *Woningmarkt in onbalans*, Woningmarktspecial 2011, 2011.

³¹ P. Hendriks, WIF klaar voor grote aankopen, *Aedes Magazine*, nr. 12, 2011.

³² N. van Triest & A. Elbers, Meer grip met de coöperatie, *Aedes Magazine*, nr. 9-10, 2011.

³³ A. Elbers & G. van Dijk, *Kloof op woningmarkt oplossen met coöperatie*, Cobouw 2011.

³⁴ M. van Weersch, Eensgezind verenigingscongres slaat piketpalen, *Aedes Magazine*, nr. 9-10, 2011.

³⁵ P. Hendriks, Stelling: lenen zonder garantie van de staat is slim, *Aedes Magazine*, nr. 12, 2011.

zijn ondergebracht.³⁶ Aan deze structuur zitten evenwel ook nadelen. Zo investeren volgens Hendriks en Onderdenwijngaard de Duitse fondsen weinig in nieuwbouw en hebben ze hogere financieringslasten.³⁷

6. Achtergronden bij financieringsbeleid: strategieën van afzonderlijke corporaties

In de interviews hebben wij gevraagd naar de financieringsstrategieën die men toepast en overweegt. De meeste geïnterviewden geven aan dat zij hun interne financiële structuur willen versterken en/of al hebben versterkt in reactie op de veranderde context. Hiervoor wordt een mix van maatregelen toegepast, variërend van versterken van de reserves tot reduceren van kosten en opbrengstmaximalisatie:

- Directeur A: 'Als reactie op de kredietcrisis zijn we gestart met het opbouwen van een liquiditeitsbuffer, de zogenoemde 'oorlogskas'. Daarmee denken we niet snel in de problemen te komen om financiering geborgd te krijgen, we kunnen wat hebben... Waar over nagedacht wordt, is de verkoopkorting op nieuwbouwwoningen en met name daar beperkingen in te voeren voor inkomensgroepen die de kostprijs gewoon kunnen betalen.'
- Directeur B: 'Nieuwe financiering begint met beter op je huidige situatie te letten en hier grip op te krijgen. Onze onderhoudsuitgaven zijn zeer laag, we zijn sinds de fusie aan het sturen op kostenbewustzijn... Vroeger was er bij mutatie altijd beleid om de woning volledig op te knappen: hoe slechter de staat van de woning, hoe meer kosten. Nu brengen we dit op basiskwaliteit in relatie tot de huurprijs van de woning.'
- Directeur C: 'Eind 2009 zijn we de financiering van investeringen opnieuw gaan bekijken... Daarbij wordt ook gerekend op een toename van de huurinkomsten, toename van ons verkoopprogramma bestaand bezit en een verlaging van de operationele kosten.'
- Directeur D: 'De looptijd van projecten moet teruggedrongen worden, is nu 10 jaar en natuurlijk veel te lang... Dit zorgt voor veel inhuurlasten.'

³⁶ In: M. Keswiel, *Corporaties moeten beursgang overwegen*, 31 mei 2011 (nu.nl).

³⁷ P. Hendriks & J. Onderdenwijngaard, Sociaal verhuren met winst; hoofdpijndossiers van Deutsche Annington, *Aedes Magazine*, nr. 13-14, 2011.

- Directeur F: 'Er zit ook nog echt wel rek in onze eigen organisatie qua efficiency en onderhoudskosten. We laten nu een onderzoek doen naar onze eigen onderhoudskosten in vergelijking met commerciële partijen: waarom kunnen zij hetzelfde vastgoed voor 600 euro onderhouden, terwijl wij er 1750 euro voor nodig hebben?'
- Directeur H: 'We halen niet de geplande verkoop van woningen, dus we zullen wel in de eigen portefeuille naar de mogelijkheden moeten zoeken.'
- Directeur G: 'We gaan geen niet-DAEB-activiteiten ondernemen, dus de financiering verandert ook niet.'

Alle corporatiedirecteuren geven vooralsnog aan de belangrijkste financiering gewoon via de commerciële kapitaalmarkt te regelen. Sommige geven echter wel aan dat dit niet zomaar voor alle organisaties eenvoudig te doen is en dat corporaties hier ook ervaring mee moeten opdoen: 'Het spel op de markt is nu eenmaal anders dan in de relatief beschermde omgeving binnen de huidige kaders', aldus een van de geïnterviewden. Daarnaast wordt aangegeven dat het imago van corporaties lang niet altijd in het voordeel werkt bij contacten met de (commerciële) kapitaalverstrekkers: 'Als er vanuit het CFV wordt gesproken over de zorgelijke situaties van corporaties dan merken wij dit gelijk, terwijl iedere corporatie er weer anders in staat.'

Uit de interviews blijkt dat er veel wordt nagedacht over innovatieve vormen van financiering, maar dat de meeste initiatieven nog in een pril stadium zijn. Een van de corporaties is gestart met het ontwikkelen van financiering via EMTN (Euro Medium Term Notes). Directeur C: 'Dit zijn een soort obligaties uitgegeven bij institutionele beleggers met achtervang via de borging van het WSW... Dit biedt het voordeel dat er via andere instituten dan alleen de BNG en de Waterschapsbank kan worden gefinancierd. Dit programma is nog niet op de markt want we wachten nog op goedkeuring door BZK. Wij denken dat de ervaring van dit programma ons ook voordeel geeft om niet-DAEB te kunnen financieren. Het gaat immers om vertrouwen en ervaring om op de kapitaalmarkt te kunnen opereren.'

Ook denkt een van de geïnterviewden aan de hierboven genoemde 'Brutering 2.0'. Directeur B: 'Eigenlijk een soort centrale sectorbank. Waarbij het WSW blijft bestaan, maar in plaats van een achtervang via de overheid een achtervang krijgt via

de 'normale' kapitaalmarkt. Dus als een soort sectorbank, eigendom van corporaties en via die methode elkaar garant stellen voor leningen.' Een andere directeur (C) is hier sceptisch over: 'Met een paar corporaties (4-5) kan het goed gaan, met veel werkt dit absoluut niet. Dan krijg je te veel verschillende belangen en afstemmingsproblematiek. Een sectorfonds geloof ik dus ook niet in. De solidariteit die daarvoor nodig is, is er niet binnen de sector.' Directeur B refereert daarom aan eisen aan het toezicht: 'Het zou wel betekenen dat het onderling financieel toezicht op corporaties versterkt moet worden: ik wil best bijdragen aan corporaties in een krimpgebied, maar uiteraard niet aan inefficiëntie of slecht beleid.'

Daarnaast refereren enkele directeuren aan het onderbrengen van een deel van het vastgoed in fondsen, al dan niet gezamenlijk met beleggers. Directeur D: 'We werken aan een plan voor de Wooncoöperatie Middeninkomens (WCM). Begin juli hebben we dit experiment gepresenteerd aan het ministerie van Binnenlandse Zaken. Doel is om woningen in te brengen in een coöperatie waar huurders, corporaties en financiers in deelnemen. De corporatie brengt de woningen voor 60% van de WOZ-waarde in. Beleggers nemen dit financieel belang over en huurders huren van de coöperatie. Uitponding is niet mogelijk en de huur is afgestemd op rendementseisen in overeenstemming met de financiers (door de lage inbrengwaarde is een aanvaardbaar rendement haalbaar). Zeggenschap in de coöperatie is eenderde voor de betrokkenen, waarbij dus ook huurders aandeelhouder worden. We zijn met meerdere corporaties bezig om volume te creëren om het aantrekkelijk te maken voor beleggers. De coöperatie kan uiteindelijk een soort fonds worden, gefinancierd op de kapitaalmarkt, als niet-DAEB collectieve voorziening voor middeninkomens.' Een andere directeur (E) plaatst kanttekeningen bij de coöperatie en met name bij de collectieve zeggenschap: 'Coöperatie is wel een interessant experiment, maar ik geloof er niet in. Mensen zijn niet gemaakt om in een coöperatie samen dingen te willen doen: zelfredzaamheid is niet vastzitten aan een geheel.' Directeur C wijst op de reeds besproken beperkingen van de regelgeving: 'Een vastgoedfonds oprichten betekent nu nog veel horden om te nemen in verband met de MG-regeling uit 2006.'

Samenvattend kunnen we stellen dat de meeste geïnterviewden de nadruk leggen op het op orde krijgen en houden van de interne financieringsmogelijkheden door het verhogen van de huren en verkopen en verlagen van de exploitatie-uitgaven.

Daarnaast worden er enkele nieuwe, deels innovatieve financieringsmogelijkheden onderzocht. Geen van de geïnterviewden ziet nu direct al grote bewegingen ontstaan voor hun eigen organisatie, maar sommige verkennen wel varianten met bundeling van een deel van het vastgoed in gezamenlijke fondsen. Uit de sector treden werd door geen van de door ons geïnterviewde corporaties overwogen. Wel geven alle geïnterviewden aan dat er nog steeds veel onduidelijkheid is over de wijze waarop de scheiding tussen DAEB- en niet-DAEB-activiteiten wordt doorgevoerd en de effecten daarvan. Op dit moment is bijvoorbeeld nog onduidelijk of er alleen een gescheiden administratie hoeft te worden ingevoerd, of dat deze activiteiten in juridisch en economisch gescheiden deelbedrijven moeten worden uitgevoerd. De geïnterviewden zien daarbij flinke bedreigingen:

- Directeur B: 'Wat gebeurt er bijvoorbeeld met overdracht van bezit van DAEB naar niet-DAEB die nu gefinancierd is met WSW-borging? Moet die dan geherfinancierd worden? Dan krijg je rare prikkels om de huidige situatie te handhaven (bijvoorbeeld huren laag houden) in plaats van 'het goede te doen'.'
- Directeur D: 'Als de regeling uitgewerkt wordt zoals het er nu uit ziet, gaan we op termijn weer terug naar de corporaties oude stijl: projectsteun, objectsubsidies en gereguleerde uitgavenpatronen. Dit baart me wel zorgen.'
- Directeur E: 'Cruciale vraag in de DAEB-regeling is of we ons vermogen mogen aanwenden voor koopproducten en -diensten. Zo ja, dan hebben we geen probleem. Zo nee, dan is ons huidige verdienmodel niet houdbaar.'
- Directeur F: 'Als verkoop van DAEB niet gebruikt mag worden voor niet-DAEB-activiteiten en vice versa, ontstaan er problemen.'

7. Conclusie

Veranderingen in de financiële, economische en institutionele context leiden tot aanpassingen in de investerings- en financieringsstrategie van woningcorporaties. In deze bijdrage zijn deze veranderingen verkend op basis van beschikbare onderzoeken op sectorniveau en interviews met acht corporatiebestuurders. Het algemene beeld laat zien dat corporaties niet (meer) zo rijk zijn als we wel eens dachten. Berekeningen met het Duurzaam Businessmodel van Ortec Finance tonen aan dat het huidige verdienmodel op langere termijn niet houdbaar is, maar

laat ook zien dat met relatief beperkte ingrepen het financiële beeld volledig zou kunnen kantelen en positief worden.

Corporaties reageren verschillend op de veranderingen in de context, maar het algemene beeld is dat corporaties minder gaan investeren in nieuwbouw en minder woningen gaan slopen, en meer inzetten op beheer en verbetering van de woningvoorraad. Uit de interviews blijkt overigens dat hier niet alleen financiële motieven een rol spelen, maar ook bijvoorbeeld ideologische, organisatorische en ruimtelijke overwegingen. De mate waarin de investeringen zullen dalen, is overigens erg onzeker, omdat er kanttekeningen kunnen worden gezet bij de prognoses die worden aangeleverd bij het CFV.

De voornaamste financieringsstrategie van corporaties, blijkt zowel uit sectoronderzoeken als uit onze interviews, is om de eigen kaspositie en kasstroom te versterken door opbrengsten te verhogen en kosten voor onderhoud en bedrijfsvoering te verlagen. Daarnaast verwachten corporaties voor niet-DAEB-activiteiten 'normale' commerciële financiering te kunnen aantrekken, hoewel zij wel verwachten dat dit lastiger te verkrijgen is en duurder zal zijn. Er wordt veel nagedacht over innovatieve financieringsvormen, zoals financiering via fondsen en coöperaties, maar de meeste van deze vormen zijn nog in een pril stadium van ontwikkeling.

Uit de interviews, ten slotte, komt een paradoxaal beeld naar voren van het toekomstbeeld van de gesproken bestuurders. Enerzijds spreekt uit de interviews een beeld van 'we lossen het wel op' en 'we komen er wel uit' en geven veel bestuurders aan hun financiële zaken al goed op orde te hebben of te krijgen. Anderzijds spreken veel bestuurders significante zorgen uit over de toekomst na de wettelijke invoering van de scheiding tussen DAEB en niet-DAEB. Deze zorgen zijn overigens niet zozeer financieel van aard (we gaan failliet) en mogelijk mede ingegeven vanuit de lobby richting Den Haag, maar kunnen ook wijzen op een negatieve impact op de investeringen van corporaties in de toekomst. Het is dan ook aan te bevelen de gevolgen van de invoering van de scheiding nauwlettend te volgen.