

**Datum**  
22 april 2016

**Behandeld door**  
Paul Minke

vereniging van  
**woningcorporaties**

**Kenmerk**  
BBPZ/MCal/PMin/16-061



ILT/Autoriteit woningcorporaties  
Postbus 16191  
2500 BD Den Haag  
o.v.v. consultatie beoordelingskader scheiding

Koningin Julianaplein 10  
2595 AA Den Haag  
Postbus 93121  
2509 AC Den Haag

088 233 37 00  
aedes@aedes.nl  
www.aedes.nl

**Onderwerp**  
consultatie beoordelingskader scheiding: Reactie Aedes

KvK 40478218

Geachte heren,

### **Inleiding**

Hierbij doen we u de reactie van Aedes op de consultatieversie van het beoordelingskader toekomen. Onze reactie is mede gebaseerd op de vele reacties die we van onze leden hebben mogen ontvangen. Wij achtten het essentieel om op korte termijn aan de hand van deze reactie met u in gesprek te gaan. Bij Aedes leven er grote zorgen dat uiteindelijk een andere administratieve scheiding moet worden doorgevoerd, dan naar onze mening eerder door de Minister aan de Kamer is voorgelegd. Wat Aedes betreft moet de administratieve scheiding niet verworden worden tot een surrogaat juridische splitsing. Bovendien dient bij de uitwerking van de administratieve scheiding nadrukkelijker rekening te worden gehouden met de administratieve lastendruk. Ten slotte verkort de Aw zowel aan de 'voor' als aan de 'achter' kant de tijd voor de corporaties, om deze majeure operatie uit te voeren.

### ***Onderstaand treft u de volgende zaken aan:***

1. Drie algemene opmerkingen tav het toezicht en het kader vooraf.
2. Een aantal hoofdlijnen verzameld.

Bijlage: Een groot aantal opmerkingen die zoveel mogelijk geordend zijn naar de hoofdstukindeling in het consultatiedocument.

#### **1. Drie opmerkingen vooraf.**

##### **1) verticaal toezichtsmode!**

Aedes is sterk voorstander van het verticaal toezichtsmode! Idealiter zou het risicomanagement van het WSW het uitgangspunt van het beoordelingskader zijn, met dan logische toezichtaanvullingen vanuit de Aw. Het systeem van WSW is immers getest in de praktijk en getoetst door Deloitte en DNB.

Het dilemma is nu dat zowel de politiek (verwoord in de Woningwet), de Aw en het WSW aangeven dat een bepaalde waarde /set van sturingsvariabelen en normeringen noodzakelijk zijn voor het uitvoeren van haar rol c.q. realiseren van bepaalde doelstellingen. Dit leidt tot een toename van het aantal waarderingsbegrippen en uitwerkingsrichtingen. Een compromis tussen de Aw en WSW lijkt hier belangrijker te zijn geweest dan wat goed en werkbaar is voor de sector. Het gevolg is:

- hogere administratieve lastendruk (in plaats van minder)
- minder transparantie (i.p.v. meer) en
- minder sturingsinformatie i.p.v. meer (welke is nu leidend?)

We spreken onze grote zorg uit over deze ontwikkeling. Dit kan niet het eindbeeld zijn. Graag ontvangen we de zienswijze van de Aw over hoe de sector uit deze impasse kan komen.

2) Administratieve scheiding; inzetten van niet-daeb-middelen voor daeb-activiteiten.

Wat Aedes betreft zouden ook na de administratieve scheiding - als te doen gebruikelijk in het zakelijk verkeer - aandelen in een ander bedrijf wel tegen een waarde gewaardeerd moeten worden. Wij voelen ons hierbij gesteund door onder meer een brief van de Minister gericht aan de Tweede Kamer (20 juni 2014), die vergezeld ging van een uitvoerige doorrekening van Ortec-Finance. In die doorrekening, op basis waarvan de Kamer mede tot haar besluit is gekomen, werd ook uitdrukkelijk uitgegaan van het kunnen waarderen van aandelen en uitkeringen in de niet-DAEB tak. Onderstaand een passage uit deze brief van de Minister:

*"Aan uw Kamer bied ik tevens de Ortec-rapportage «Een financiële analyse van de mogelijke gevolgen van de DAEB-splitsing» aan. Deze rapportage bevat de uitkomsten van een modelmatige financiële doorrekening van een splitsing van de werkzaamheden van woningcorporaties in DAEB en niet-DAEB, met het doel te kunnen bezien of aan de eisen van financiële levensvatbaarheid en zelfstandige financierbaarheid voor beide takken kan worden voldaan, uitgaande van financiële continuïteit van de ongesplitste woningcorporatie. Conclusie is dat zodanig aan de «splitsingsknoppen» (startsolvabiliteit, **uitkeringen** uit niet-DAEB aan DAEB, omvang naar niet-DAEB overgezette huurwoningen e.d.) kan worden gedraaid, dat aan deze eisen van financiële levensvatbaarheid en zelfstandige financierbaarheid voor beide takken kan worden voldaan. Door het Centraal Fonds Volkshuisvesting is een soortgelijke doorrekening gemaakt welke een dezer dagen wordt gepubliceerd. De conclusies van die doorrekening zijn in de kern vergelijkbaar."*

Ook vanuit de wet is dit logisch te beredeneren. De regelgeving (Woningwet, BTIV, RTIV) bevat wél regels t.a.v. de "interne financiering" door de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak (zie art. 71 BTIV). Maar er zijn geen regels voor interne financiering door de niet-DAEB-tak aan de DAEB-tak. Dat is volgens Aedes ook heel goed verklaarbaar: het inzetten van DAEB-middelen voor niet-DAEB-activiteiten moet voorkomen worden. Maar wat zou de belemmering zijn voor het inzetten van niet-DAEB-middelen voor DAEB-activiteiten? De hele parlementaire discussie ging ook over het eerste: het tegengaan van "kruissubsidiëring" door de DAEB aan de niet-DAEB.

3) Administratieve scheiding versus juridische splitsing: een echte keuze.

De Aw stelt bij de uitwerking van het scheidings-splitsingsvoorstel dat bij een administratieve scheiding de risico's t.a.v. weglek maatschappelijk bestemd vermogen, vermenging van kasstromen tussen DAEB en niet-DAEB, etc. voorkomen moet worden. Vandaar dat ze in haar uitwerkingsrichting de administratieve scheiding van veel "spelregels" en normeringen voorziet, deels bovenop de Woningwet zelf.

Het WSW heeft als hoeder van de borg juist de opvatting dat een administratieve scheiding de voorkeur geniet en dat bij een juridische scheiding de risico's voor het borgingsstelsel toenemen. Vandaar dat het WSW in haar uitwerkingsrichting de juridische scheiding van veel "spelregels" voorziet. Hierdoor ontstaat er de situatie dat de administratieve scheiding én de juridische splitsing praktisch steeds onwerkbaarder worden gemaakt.

Ter illustratie een reactie van een bestuurder:

*"Het scheiden van DAEB en niet-DAEB, conform dit voorstel, leidt tot grote beleidsdrukte, gevolgd door organisatorische, administratieve en financiële consequenties. Op korte termijn leidt het tot gedoe en leidt het af van de kerntaken. Waar dit effect eerder nog beperkt leek wanneer gekozen werd voor een administratieve scheiding, leidt deze regelgeving bij beide varianten tot een hoge administratieve druk. De vraag is welk belang wordt gediend als bij een administratieve splitsing beide entiteiten afzonderlijk 'winst'gevend moeten zijn. De sector lijkt de dupe te worden van de tegengestelde belangen van de AW en WSW; waar de één liever geen administratieve splitsing wil, wil de ander liever geen juridische splitsing en dus volgt een woud aan regeltjes."*

## **2. Een aantal hoofdlijnen**

Voor de volgende elementen vragen wij nadrukkelijk aandacht:

- **DAEB-tak niet duurzaam levensvatbaar.** De administratief gescheiden niet-DAEB kan de DAEB-tak, zoals het nu is vormgegeven, lastig bedruipen. Na scheiding lijken wel de 'lasten' (lening aan niet-DAEB) op de balans van de DAEB te drukken, maar niet de 'lusten' (de aandelen in de niet-DAEB en de toekomstige uitkeringen). Hierdoor geldt mogelijk bij administratieve scheiding grofweg; hoe meer (bestaand) niet-DAEB, hoe minder levensvatbaar de DAEB. In extremis zou deze opstelling kunnen betekenen dat sneller dan nodig óf niet-DAEB verkocht moet worden óf er ongeborgde (op het geborgde 'leunende') financiering aangetrokken moet worden.
- **Tijdspad onrealistisch.** In de stukken wordt uitgegaan van scheiding/splitsing per 1 januari 2017 en niet 2018 zoals eerder altijd van uit werd gegaan. Er staat immers in de wet dat de scheiding pas ingaat op de eerste dag van het jaar nadat de minister akkoord is gegaan met de scheiding. Dus, op zijn vroegst 1 januari 2018). Zowel aan de 'voor' als 'achter'-kant kort de AW de tijd voor de sector zelf verder in. Bovendien volgen er tal van eisen waaraan het scheidings-splitsingsplan moet voldoen. Tevens moet er ook afstemming met stakeholders waaronder het WSW plaatsvinden ( o.a. over vrijgave onderpand). Dit wordt onhaalbaar, zeker in relatie met de implementatie van andere elementen van de Woningwet, zoals de marktwaardering. Bovendien geven ook softwareleveranciers aan e.d. niet te kunnen leveren.
- **Middenhuur valt af:** Middenhuur c.q. niet volledig marktconforme niet-DAEB activiteiten worden zeer lastig uitvoerbaar. Alle niet-DAEB activiteiten moeten volgens dit kader volledig marktconform zijn, ook qua rendement. Dit is merkwaardig, juist gemeenten die in overspannen markten een rol voor corporaties zien voor bijvoorbeeld huurwoningen in de prijsklasse € 700 - € 900 krijgen hierdoor problemen. Deze woningen konden met de eerdere rendementseisen in de wet (BAR 5.5% na achterlaten van diverse kosten) uit, nu lijkt de AW daar nog een extra (op een andere wijze tot stand komende) rendementseis op te willen stapelen.

- **Wetswijziging via een beoordelingskader:** in dit document valt te lezen dat de Aw zou overwegen een wet te wijzigen. De Aw is weliswaar onafhankelijk, maar wij gaan er toch vanuit dat zij niet over de wetgeving gaat. De koninklijke weg is uiteraard dat de minister de Kamer hierover informeert en dat dit niet via een dergelijk document gebeurt. Hetgeen de Aw per wet wil gaan veranderen betreft de te hanteren rente bij een interne lening. Aedes is onaangenaam verrast dat in dit late stadium alsnog wordt afgeweken van deze marktconforme rente.
- **Heel veel aparte volledige verslaggeving:** van zowel DAEB tak, niet-DAEB tak, niet-DAEB dochters en het totaal daarvan. Met langere tijdshorizon van 10 ipv 5 jaar.
- **Geen knoppen over:** Door de opeenstapeling van bepalingen, normeringen, beklemmingen etc. bestaat het risico dat er nauwelijks nog knoppen over zijn waar een corporatie aan kan draaien. Ook lijkt het niet goed mogelijk om rekening te houden met uitkeringen van de niet-DAEB tak aan de DAEB-tak. Daarmee komt de levensvatbaarheid van de DAEB-tak bij sommige corporaties mogelijk in het geding. DAEB geeft woningen aan niet-DAEB zonder daar iets voor te ontvangen. Zie voor nadere toelichting ook onze voorgaande opmerking tav de brief van de Minister.
- **Prestatieafspraken:** Het beoordelingskader stelt dat prestatieafspraken ook moeten worden gemaakt zonder woonvisie van de gemeente. Daarbij kan de gemeente ook haar visie geven op voornemens van de corporatie zonder zelf een woonvisie te hebben. Beide zijn niet conform de Woningwet.
- **Bijlagen 1 en 2:** Graag hadden wij meer tijd gehad ook de bijlagen goed te bestuderen en concept doorrekeningen te maken bij een aantal corporaties, om ook hier goede feedback op te geven. Dit is in de beperkte tijd niet gelukt.
- **Haastklus:** Al met al lijkt het erop dat het én een behoorlijke haastklus is waarin nuance / dubbelchecks vaak vergeten zijn én de AW op een aantal plekken teveel vrijheid neemt t.o.v. de wet. In onderstaande tekst zijn nog een groot aantal andere zaken opgesomd.

#### **Tot slot: snelheid en duidelijkheid**

Met deze versie ligt er een behoorlijk compleet stuk dat de nodige vraagtekens invult maar tegelijkertijd ook weer veel nieuwe vraagtekens oproept. Zoals opgemerkt zijn er een aantal majeure punten die in elk geval in de definitieve versie en op korte termijn geadresseerd moeten worden. Haast is dan ook geboden. Zie onderstaande reactie van een lid:

*"De timing en planning waarop uitgangspunten en richtlijnen bekend worden gemaakt door ILT/AW inzake scheiding DAEB/Niet DAEB legt een enorme druk op werkzaamheden die door corporaties moeten worden verricht. Dit wordt mede veroorzaakt door wijzigingen in de regelgeving waar corporaties mee worden geconfronteerd en de consultatieversies van het beoordelingskader die nodig zijn om tot een definitief document te komen. Ondertussen worden er binnen corporaties principe besluiten genomen op basis van de informatie die voorhanden is en die achteraf weer worden gewijzigd. Eerder genomen principe besluiten dienen dan weer intern aangepast te worden. Aan de andere kant wordt de voorbereiding van de organisatie en herinrichting van systemen gestart met als doel tijdig gereed te zijn voor de implementatie van de scheiding DAEB/Niet-DAEB. Deze voorbereiding is ook geënt op de reeds genomen principe besluiten. Dit leidt niet tot een efficiënt en effectief proces waarbij besluitvorming en voorbereiding in de knel komt door steeds terugkerende discussies over de uitgangspunten en richtlijnen. Snelheid en duidelijkheid is waar alle partijen behoefte aan hebben!"*

5

22 april 2016

Met vriendelijke groet,  
Aedes vereniging van woningcorporaties

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'C' followed by a horizontal line that extends to the right and then curves downwards.

ir. M.A.E. Calon

voorzitter

**Bijlage: Opmerkingen zoveel mogelijk geplaatst in de volgorde van het consultatiedocument.**

In onderstaande wordt aangesloten bij de hoofdstuknummers uit het consultatiedocument. De opmerkingen zijn niet gerubriceerd naar hoofd- en bijzaken. Met andere woorden: naast verduidelijkende vragen, technische opmerkingen staan er zeker ook fundamentele opmerkingen tussen.

**1.1 Basisprincipes beoordelingskader (Algemeen)—5**

- Onderdelen die pas na de scheiding van toepassing zijn, zoals overcompensatie zijn niet of beperkt uitgewerkt. Tevens wordt de uitwerking van het toezicht op bescherming van maatschappelijk vermogen in het regulier integraal toezicht na scheiding verbreed en nader uitgewerkt. Corporaties hadden graag bovengenoemde zaken willen meenemen in het scheidingsvoorstel. Ze ervaren het als lastig, dat het beoordelings- en toezichtkader steeds in onderdelen wordt gepubliceerd, met veel open einden.
- In de tekst valt te lezen '*Heldere governance voor gescheiden takken*'. Dit roept tal van vragen op bij onze leden, wordt meer gesuggereerd dan de wet voorschrijft? Het is dan ook belangrijk tijdig te weten welke eisen de Aw stelt aan governance. Bovendien vragen we ons af hoe dat zowel juridisch als praktisch verder uitwerkt? Aangezien de Aw beide takken afzonderlijk beoordeelt zal het bestuur van de corporatie aangesproken worden door de Aw op het functioneren van beide takken? Moet de corporatie in het verlengde daarvan ook zijn interne beleids- en besluitvorming daar op inrichten? De Aw verwacht immers dat dit invloed heeft op strategische beleidstukken, begrotingen en meerjarenbegrotingen, periodieke rapportages (realisatie/prognose) versus begroting, financieringsvoorstellen, (des)investeringsvoorstellen. Onze vraag is wat de Aw hier nu mee bedoelt? Wordt de invloed op dit soort interne stukken vereist, of wordt dit slechts 'verwacht'? Ook is een plan van aanpak voor de governance vereist. Wat moeten we hieronder verstaan en waarom is dit toegevoegd?
- Is het volledige beleidskader in lijn met de door de AW gevalideerde antwoorden van de Q&A woningwet op aedes.nl?

**2 Tijdsplanning en proces (vanaf p7)**

- Het feit dat het beoordelingskader open voor consultatie ligt is enerzijds positief, omdat dit ruimte voor verbetering biedt. Anderzijds betekent het dat de sector pas in mei duidelijkheid heeft over de definitieve kaders en normen. Dat is met het oog op zorgvuldige besluitvorming veel te laat. De uitblijvende duidelijkheid maakt dat de interne besluitvorming (RvT) en de bij gesprekken met de stakeholders (gemeenten en huurders) de corporaties telkens het voorbehoud moeten maken ten aanzien van de inzet. Bovendien staat het proces niet op zichzelf maar raakt ook andere wettelijke verplichtingen zoals het bod aan de gemeente voor 1 juli en de hieruit volgende prestatieafspraken voor 15 december. Van een definitief kader is dan ook nog geen sprake aangezien de solvabiliteitsnorm nog onderwerp van evaluatie is en overwogen wordt een aanvullende voorwaarde op te nemen voor het rentepercentage op de interne lening (waarover later in deze reactie meer). Juist aanpassingen op deze punten hebben een serieuze materiele impact en zijn daarmee bepalend in de levensvatbaarheid van beide takken. Het risico dat een corporatie terug moeten komen op het voorgenomen besluit wordt daarmee steeds

groter. Aedes doet daarom een dringend beroep op de Aw om zo snel mogelijk duidelijkheid te bieden over het definitieve beoordelingskader en over deze wetswijzigingen die door de Aw gemaakt lijken te worden.

- Gesuggereerd wordt dat de corporatiesector vanaf 1 januari 2017 in de praktijk moeten gaan werken alsof ze al gescheiden zijn. Op dat moment is er nog geen goedgekeurd scheidingsvoorstel. In de wet staat dat de administratieve inrichting van de scheiding pas ingaat op de eerste dag van het jaar nadat de minister (in casu de Aw) akkoord is gegaan met de scheiding. Dat is dus 1 januari 2018. Hoe verhoudt zich dit tot elkaar? Dit kan in potentie verstreckende gevolgen hebben.
- Daarnaast is er nog geen definitief beoordelingsdocument van WSW opgeleverd. Dit roept tal van vragen bij onze leden op. Komt dat kader nog? Of is dit het enige beoordelingskader waar beide partijen (WSW en Aw) zich volledig aan conformeren?
- Er staat: "De balansposten moeten zich in 2017 ontwikkelen vanuit deze beginstand" (i.c. 1-1-2017) en "De eerste formele verantwoording na goedkeuring scheiding/splitsing is verslagjaar 2017 (de ultimo positie)". Betekent dat, dat er over het verslagjaar 2017 al een gescheiden DAEB versus niet-DAEB verantwoording van de gehele jaarrekening; balans én resultatenrekening én kasstromen moet worden gemaakt? Ook al dient die volledige scheiding pas vanaf 2018 in de administratie te zijn gerealiseerd zoals de wet voorschrijft? Dit lijkt wederom te berusten op het misverstand dat per 1 januari 2017 al gescheiden / gesplitst moet zijn.
- Hoe verhoudt bovenstaand punt zich tot hetgeen dat als de corporatie voor een juridische scheiding kiest en de woonvennootschap pas in 2017 wordt opgericht, (nadat de definitief goedkeuring van de Aw is gekregen) en pas per 1-1-2018 effectief start?
- De wetgever heeft bovendien tot 1 mei gegeven voor het inleveren van het definitieve voorstel tot scheiden/splitsen, dan zou na akkoord van de toezichthouder één en ander met terugwerkende kracht moeten worden geregeld?
- Vraag daarbij is tevens waarom naast het door de account goedgekeurde jaarverslag ook de dVI ook per 1 mei gereed moet zijn. Het zou de corporatiesector al iets meer "lucht" geven als het definitieve voorstel iets later gereed dient te zijn samen met de aanlevering van de dVI.

## **2.2 Doelstelling ontwerpvoorstellen— (vanaf p8)**

- Er wordt gesproken over een minieme afwijking t.o.v. het definitieve plan. Zij hier grenzen / marges aan verbonden? Is dit nog wel een realistische aanname, gezien de tijdsdruk van het tot stand komen van de plannen in combinatie met overleg met stakeholders? Zie ook opmerkingen t.a.v. tijdsplanning en proces. Wordt in feite hiermee niet verondersteld dat het jaarverslag (en cijfermatige onderbouwing) reeds in conceptvorm gereed is eind 2016 (inclusief de marktwaardering) en dat de gesprekken met stakeholders zijn afgerond?
- Hoe wordt omgegaan met corporaties die na de administratieve scheiding bijvoorbeeld alleen in jaar 1 of 2 niet levensvatbaar zijn? Is ingroei voor hen mogelijk? Of zit je meteen aan een herstelplan en verscherpt toezicht vast als één van de ratio's niet voldoet?

## **2.3 Indiening ontwerpvoorstellen administratieve scheiding en/of juridische splitsing (vanaf p9)**

- Er wordt gesproken over een advies van de huurdersorganisaties. Dient dit niet een zienswijze te zijn? Bij gemeenten staat dat zij een zienswijze mogen geven. In de wet zijn zij gelijk; een advies weegt echter zwaarder.

- *"Er kunnen zich vele situaties voordoen in de afstemming tussen corporatie en gemeente. Aw ziet in dit verband de volgende gelaagdheid: en verder... 3.a Schaadt het volkshuisvestelijk DAEB? Indien gemeente DAEB wil en corporatie niet-DAEB, heeft DAEB conform wet voorkeur."*  
Deze tekst suggereert dat de gemeente bepaalt of en hoeveel DAEB er moet komen, terwijl de corporatie goede redenen kan hebben een deel Niet-DAEB te maken. Dit is niet conform de wet en vereist wat ons betreft aanpassing.

**Onderstaand input t.a.v. Hoofdstuk 2.3 zoveel mogelijk geordend per onderwerp.**

Governance

- Ons inziens is een 'plan van aanpak' op de governance tegenstrijdig met de statuten en reglementen die per 1 januari 2017 moeten zijn aangepast in overeenstemming met de woningwet. Een plan van aanpak zou dan mogelijk al een gepasseerd punt zijn omdat de governance van de scheiding/splitsing al is verwerkt in de statuten en reglementen.

Kasstroomprognose

- Wat wordt bedoeld met de directe methode? Dat is toch alleen relevant bij gerealiseerde kasstromen en niet bij een 10-jaars prognose? Waarom niet een tijdshorizon van vijf jaar i.p.v. tien jaar. Dit levert extra administratieve lastendruk op, bovendien is bij de tweede periode is de kans reëel dat er sprake is van schijnzekerheid.

Gemeenten

- In het ontwerpvoorstel dienen de zienswijzen van de gemeente(n) te worden opgenomen. Betreft dit een zienswijze op afzonderlijk gemeenteniveau of op totaalniveau? Gelden de criteria per gemeente en is daarmee een DAEB/ niet-DAEB scheiding per gemeente noodzakelijk? Hoe beoordeelt Aw het ontwerpvoorstel wanneer bijvoorbeeld vier gemeenten akkoord zijn met het voorstel en twee gemeenten niet?
- Als er geen volkshuisvestelijke visie door de gemeente is vastgelegd en er geen prestatieafspraken zijn vastgelegd, zal de Aw beoordelen of het ontwerpvoorstel is gebaseerd op inzicht in de (toekomstige) marktsituatie van de doelgroep. Door middel van welk instrument doet Aw deze beoordeling? Welke (minimale) mate van inzicht in de toekomstige marktsituatie wordt door Aw gebruikt? Waar ligt de wettelijke verankering voor deze beoordeling?
- Onder 2.3.1 wordt vermeld "er kunnen zich vele situaties voordoen in de afstemming tussen corporatie en gemeente". Hiermee is niet concreet beschreven welke minimum eisen Aw stelt aan de volkshuisvestelijke aspecten van het ontwerpvoorstel.
- Als er geen volkshuisvestelijke visie door de gemeente is vastgelegd zijn volgens de woningwet prestatieafspraken niet verplicht. Bovendien gaan prestatieafspraken louter over DAEB-activiteiten. Hoewel de corporatie en de gemeenten wel de mogelijkheid hebben om ook afspraken over niet-DAEB activiteiten te maken, is dat geen wettelijke verplichting. Dit is logisch aangezien de corporatie afhankelijk is van de uitkomsten van de markttoets. Bovendien ligt de primaire focus van de corporatie (conform de Woningwet) in DAEB-activiteiten. Graag het beoordelingskader hierop consequent aanpassen (in lijn met de wet).
- Bij 2.3.1; en wat als juist de gemeente niet-DAEB wil en de corporatie DAEB, ook dan heeft de DAEB conform wet de voorkeur? Zo gaan wij er van uit?



#### Proces beoordelen ontwerpvoorstellen

- Corporaties krijgen zes weken de tijd om bij onduidelijkheden, fouten in de indiening, deze aan te passen. De kans is reëel dat, gezien de hoeveelheid en complexiteit van de indiening, er zaken ontbreken c.q. (menselijke) fouten zijn gemaakt. Het is dan van belang dat de desbetreffende corporaties snel hun vragen kunnen stellen aan de Aw. Daarbij kunnen de fouten van diverse aard zijn (technisch, inhoudelijk, bestuurlijk, zienswijze stakeholders, afwijkende zienswijze WSW etc.). Bijkomende zorg is dat de medewerkers van de Aw die inhoudelijk verstand van deze toch al zeer complexe materie, dan lastig benaderbaar zijn omdat ze ondertussen bezig zijn met de beoordeling van de plannen van de andere corporaties. Hoe gaat de Aw dit proces inrichten? Zijn er ook medewerkers beschikbaar om daadwerkelijk een toelichtend gesprek aan te gaan? Wordt er een FAQ opgesteld die zeer frequent wordt aangepast (mogelijk dagelijks)?
- *"Alle corporaties krijgen een schriftelijke reactie na beoordeling van het ontwerpvoorstel. ... Op een later moment wordt uitgebreider toegelicht hoe en met welke tijdslijnen de beoordeling zal plaatsvinden"*. Wanneer geeft de Aw meer inzicht in deze termijnen? Deze zijn van belang voor de interne planning van de individuele corporatie. Hoe snel na indiening ontvangen de corporatie de terugkoppeling van de Aw? (bijvoorbeeld dat de indiening niet volledig is of onduidelijkheden of fouten in de indiening bevat)
- Kunnen corporaties bezwaar indienen tegen de beoordeling van de Aw? Hoe verloopt dan de procesgang?

#### WSW

- Bij juridische of hybride splitsing speelt ons inziens het WSW een grote rol tav vrijgave onderpand (volmachtdiscussie). Er wordt echter in de stukken van de Aw gesproken dat het WSW haar rol beperkt in de meeste gevallen tot de toepassing van de richtlijn ongeborgde financiering en vrijgave onderpand en o.a. verpanding van de aandelen aan de TI.
- Als het ontwerp scheidingsvoorstel een niet-levensvatbare tak kent, wordt het WSW betrokken en moeten bestaande herstel- en herstructureringsplannen moeten worden aangepast. Dat lijkt ons een te laat moment in het proces. Kan eerdere overleg plaatsvinden, zodat beoordeeld kan worden of de herstel- en herstructureringsplannen conform afspraak zijn?

#### Financieringsplan

- Onder 2.3.1.: Opgenomen moet worden hoe de corporatie tot invulling komt van de afspraken rondom externe financiering voor de woningvennootschap. We nemen aan dat als corporaties voldoet aan de ratio's daar automatisch uit volgt dat ze in principe extern financierbaar zijn. Dus klopt onze zienswijze dat corporaties geen contact hierover hoeven te hebben met externe financiers? Dit zou immers het proces met twee tot drie maanden verlengen en die tijd is er simpelweg niet.

### **3 Toets verlicht regime (vanaf p13)**

- Bij het bepalen van de omvang van de omzet (30 miljoen omzet) wordt ook rekening gehouden met "overheidsbijdragen". We kunnen nergens terugvinden waar dat op is gebaseerd.
- Onduidelijk hoe wordt omgegaan met ingroei naar het verlicht regime. In de door de AW gevalideerde Q&A op aedes.nl is antwoord 15.24 te lezen *'Indien de corporatie kan aantonen dat de omzet in 2017 (weer) onder de 5%-grens of onder 30 miljoen euro komt, kan gebruik*

*worden gemaakt van het verlichte regime.* Is dat ook wat verzocht wordt onder 2.2.1? dan is het allicht nuttig dat daar proactief te melden?

#### **4 Governance en strategie (vanaf p15)**

- Onder 4.1.1 worden reglementen genoemd. Graag zouden wij zien dat concreet door de Aw aangegeven wordt voor welke reglementen de scheiding gevolgen heeft. En op basis van welke artikelen in de Woningwet, BTIV, RTIV.
- In paragraaf 4.1.1 is de volgende tekst opgenomen: *"Aangezien de AW de beide takken afzonderlijk beoordeelt zal het bestuur van de woningcorporatie aangesproken worden door de AW op het functioneren van beide takken. De woningcorporatie zal in het verlengde daarvan ook zijn interne beleids- en besluitvorming daar op in moeten richten"*. Twee vragen: 1) Het model bestuursreglement van Aedes maakt deze splitsing niet expliciet inzichtelijk. Betekent dit dat het model van Aedes niet afdoende is of kan gebruik van dit model gemaakt worden?, 2) Hoe moet deze splitsing in de praktijk vormgegeven worden? Moet bij de notulen van een bestuurs- of RVC vergadering expliciet inzichtelijk gemaakt worden welke punten op DAEB respectievelijk Niet-DAEB en/of het totaal betrekking hebben of moeten er separate notulen voor alle drie de onderdelen komen. Komen hier nog vormvoorschriften voor?

#### Hybride scheiding

- Op blz. 16 wordt gesteld dat het plan van aanpak hetzelfde is voor een juridische splitsing en een hybride splitsing. Geldt dit ook als er gebruik wordt gemaakt van een bestaande dochter (ook bijvoorbeeld wat betreft de blokkeringsregeling)?
- Hoe dient de verbindingen structuur eruit te zien als er voor juridisch hybride dochter gebruik wordt gemaakt van een bestaande dochter? Dient de rest van de verbindingen onder de hybride juridische dochter te vallen?
- Het bestuur van de woningvereniging kan zijn; de huidige bestuurder(s) van TI; TI als rechtspersoon; een derde onafhankelijk bestuur(der). Er staat kan zijn. Zijn er nog meer mogelijkheden? Geldt dit ook voor de hybride juridische splitsing bij bestaande dochters?
- Voor wat betreft het plan van aanpak t.a.v. de hybride scheiding wordt verwezen naar art. 86 BTIV. Maar dat art. 86 BTIV gaat over de juridische scheiding. Op pag. 17 wordt in het kader de hybride scheiding omschreven als "een combinatie van administratieve scheiding met BV". Kortom, hier wordt op twee gedachten gehinkt. Naar onze mening is een hybride scheiding niets anders dan een administratieve scheiding (en komt elk van de BV's onder de niet-DAEB tak te hangen, zoals voorgeschreven in art. 67.1.d BTIV). Gesteld wordt dat er expliciet gerapporteerd moet worden waarom hiervoor is gekozen. Wij zijn van mening dat geen sprake is van een bewuste keuze maar eerder logisch gevolg van een administratieve scheiding van een reeds bestaande structuur. Kan het Aw aangeven wat - naast de gegeven inrichtings- en financiële eisen - de beoordelingscriteria gaan worden?
- De hybride vorm is gedefinieerd als "administratieve scheiding met Besloten Venootschap (BV)". Indien de TI administratief gesplitst wordt en er zijn nog bestaande verbindingen, maar er is geen sprake van overheveling van bezit van de TI naar de nevenstructuur, dan is er toch geen sprake van hybride scheiding, maar administratieve scheiding? Verzoek om explicietere definitie aangezien we hier veel vragen van leden over hebben ontvangen. Immers, de Aw definieert de hybride scheiding als een administratieve scheiding in combinatie met een BV. Hiermee zou gesuggereerd kunnen worden dat elke TI met een BV te kenmerken is als een hybride scheiding. Meer voor de hand ligt dat er sprake moet zijn van een BV die zelfstandig

vastgoedeenheden in portefeuille heeft.

- De hybride variant leidt tot twee interne leningen. Ten eerste een interne lening van de DAEB tak naar de niet-DAEB tak voor de financiering van de administratieve scheiding. Vervolgens een startlening van de niet-DAEB tak aan de BV. Voor die interne leningen is rentepercentage en aflossingstermijn voorgeschreven

#### Strategie (vanaf p18)

- In artikel 4.2 staat: *“De strategische keuzes worden gevormd vanuit een analyse van de doelgroep, de regionale woningmarkt en de door de corporatie geformuleerde visie en doelstellingen. De reflectie van deze analyse met de huidige vastgoedportefeuille moet leiden tot een (financieel) haalbare en volkshuisvestelijk gewenste portefeuillestrategie. Hierin worden onder meer de volkshuisvestelijke prestaties vastgelegd welke samenhangen met de prestatieafspraken met de gemeente en huurdersorganisatie. De strategische uitgangspunten worden in dit hoofdstuk nader toegelicht.”*

De vastgoedstrategie is een lange termijn strategie, de prestatieafspraken hebben een veel kortere scope, namelijk 1 a 2 jaar. Verstandig is om recht te doen aan de verschillende looptijden. Dit kan door op te nemen dat de prestatieafspraken die de corporatie maakt moeten passen binnen de vastgoedstrategie.

- (Als eerder aangegeven) Er wordt aangegeven dat er overleg dient te zijn geweest met de gemeenten en de huurders leidend tot (in beginsel goedkeurend) advies. Daarna gaat het over de zienswijzen. Is een zienswijze niet anders dan een goedkeurend advies?
- Onder 4.2.1 wordt de haalbare portefeuillestrategie en wensportefeuille genoemd. Uit het beoordelingskader blijkt niet welke minimale eisen de Aw stelt aan de haalbare portefeuillestrategie en wensportefeuille.
- Bovendien staat er dat de door de corporatie geformuleerde visie en doelstellingen welke zijn getoetst door de gemeente voor de DAEB-portefeuille. In de wet staat het woord “getoetst” niet. De wet spreekt namelijk van een zienswijze. Dat is principieel anders dan een toets. De tekst moet ons inziens hierop worden aangepast.
- Waarom staat er onder 4.2.1 een passage om te borgen dat toewijzen conform Europa en passend toewijzen realiseerbaar is?
- Wat verstaat de Aw onder “risicoanalyse”? Als er uit deze analyse blijkt dat er zich een situatie kan voordoen waarbij niet meer kan worden voldaan aan de gestelde financiële randvoorwaarden, wat verwacht de Aw dan van de desbetreffende corporatie?

#### **5 Bescherming maatschappelijk vermogen (vanaf p20)**

Wat Aedes betreft is het zuiverder om te spreken over bescherming van maatschappelijk bestemd vermogen. Corporaties zijn immers *private* ondernemingen met een maatschappelijke taak.

- De redenering is hier dat de financiële prestaties van de niet-DAEB tak niet ten koste mogen gaan van de DAEB-tak. Ten onrechte wordt, ons inziens, hier een directe koppeling gelegd tussen het begrip rendement en de omvang van de interne lening. Minder rendement vraagt niet per se om meer solvabiliteit. Onvoldoende positieve kasstroom om aan de verplichtingen naar de DAEB tak te voldoen doet dat wel.

### Direct rendement

- Kan worden uitgelegd waar de wettelijke verankering van dit directe rendementsvereiste te vinden is?
- Hoe verhoudt deze nieuwe rendementsvereiste zich tot de BAR rendementstoets voor niet-DAEB activiteiten ( 5.5% na mogelijk 'achterlaten' van bepaalde kosten)? Waarom wéér een aanvulling?
- Een direct rendement van 3,5% op basis van marktwaarde op Niet-DAEB activiteiten is niet goed haalbaar. Is het beoordelen van de levensvatbaarheid van de niet-DAEB tak via het beoordelen op basis van andere criteria zoals ICT, DSCR en solvabiliteit niet verstandiger? In 2014 was in de corporatiewereld was de gemiddelde operationele kasstroom per vhe immers € 1.348. Dat komt overeen met ongeveer 1,7% rendement op basis van marktwaarde. Verstandig zou zijn om een rendement op het eigen vermogen te vragen ipv op marktwaarde.
- De details van de berekening zijn niet duidelijk. In de wet staat bij overcompensatie: "het in een percentage uitgedrukte directe rendement op woningen in het betrokken boekjaar als blijkt uit de IPD Nederlandse jaar Vastgoed-index met betrekking tot dat rendement". Gaat het om dezelfde definitie? Wij vermoeden van niet en dat hier weer een nieuw direct rendement wordt opgevoerd. Wij wijzen erop dat de berekeningswijze van de overcompensatie via een lang en zorgvuldig proces, ook via de Tweede Kamer, tot stand is gekomen.
- Hoe kan deze rendementsvereiste bijvoorbeeld gemeenten als Amsterdam en Utrecht helpen bij hun wens voor middenhuur woningen? In Amsterdam is een marktconforme huur al snel ver boven de € 710.
- Hoewel het logische is om van marktactiviteiten ook een marktconform rendement te verwachten (gekoppeld aan het rendement op Eigen Vermogen) is de lokale woningmarkt slecht te vangen in een landelijke norm. De waardeontwikkeling in bijvoorbeeld de regio Amsterdam is van dien aard dat het niet realistisch om te veronderstellen de huurinkomsten net zo snel meestijgen. Dat wordt nog eens versterkt doordat de kasstroom niet marktconform is of daar slechts langzaam naar toe groeit. Bovendien kunnen in sommige regio's (zoals krimpgebieden) de huren van de Niet-DAEB woningen niet zomaar worden verhoogd, immers de markt laat dat niet toe. Maar ook te denken valt aan de verplichte gebouwde parkeergarages in stedelijke herstructureringsgebieden en de nog te liberaliseren woningen die een DAEB huur kennen en waarover tevens de verhuurderheffing moet worden afgedragen. Eigenlijk is er in dat geval sprake van een (afnemende) beklemming op de te liberaliseren woningen. Het is dan ook verstandig om met deze elementen rekening te houden in de normstelling.
- Er lijkt door de AW een opening (aan zichzelf) geboden te worden om in de toekomst doelmatigheid te gaan normeren. In ieder geval stelt de tekst: *'Er worden signaleringen uitgewerkt op basis van de activiteiten van de corporaties verdeeld naar operationele activiteiten (huur, onderhoud en beheer) en (des)investeringsactiviteiten (nieuwbouw en verkoop). De doelmatigheid en efficiëntie van de operationele activiteiten in de DAEB-tak krijgen onder andere signaleringen op basis van de ingerekende onderhouds- en beheerlasten. Daarnaast wordt er getoetst op de doelmatigheid van de investeringsactiviteiten.'* Is dit inderdaad de bedoeling? Wij zouden hierover graag meer uitleg ontvangen.

## 6 Levensvatbaarheid en financierbaarheid (vanaf p22)

### Algemene opmerkingen bij dit belangwekkende hoofdstuk vooraf:

- De complexiteit neemt verder toe. De wet en regelgeving in de Woningwet, BTiV en RTiV is zeer complex te noemen. Nu wordt er met dit beoordelingskader aanvullende regelgeving geïntroduceerd. Zie hoofdstuk 6 dat exemplarisch hiervoor is. Door de uitgebreide set aan sturingsvariabelen en compromismodel met het WSW, alsook de nadere normstellingen door de Aw is het overzicht voor de gemiddelde corporatie weg. De eisen (en de combinatie daarvan) zijn zo hoog, divers en beïnvloeden elkaar dat het praktisch niet goed mogelijk meer is om compliant te zijn aan de Wet en regelgeving en het overzicht te behouden. Dit zal de bedrijfslasten doen stijgen.
- Dit hoofdstuk lijkt een compromismodel tussen WSW en Aw en steeds minder in de geest van de Woningwet. Tekenend is dan ook deze reactie van een van onze leden: *"Mijn conclusie is dat er op een gekunstelde wijze naar schijnzekerheid wordt gezocht door allerlei varianten van kengetallen op hetzelfde thema te benoemen, met zogenaamd verschillende normen, maar die allemaal ongeveer op hetzelfde neerkomen. En intussen worden corporaties opgepadeld met de plicht om op nog wéér een nieuwe manier de waarde van de vastgoedbeleggingen te berekenen."*
- Kengetallen komen wat betreft naamgeving grotendeels overeen met die van het WSW. Van belang voor draagvlak binnen de sector is het "waarom" van de kengetallen en juist deze definities. Vandaar de volgende vragen. Zijn de definities dan ook exact hetzelfde (WSW en Aw). Zo nee, waar zitten de verschillen, wat zijn de toevoegingen vanuit ieders rolopvatting en wat is de reden van deze verschillen?
- Ook worden soms verschillende waardebegrippen om een bepaalde ratio te berekenen gebruikt, zoals: 1. Bedrijfswaarde voor de LTV, 2. Marktwaarde verhuurde staat voor de Dekkingsratio, 3. Marktwaarde verhuurde staat +/- beklemming voor de Solvabiliteit. Hierdoor zijn de onderlinge verbanden tussen de ratio's lastig te duiden en komt dat de transparantie niet ten goede.
- Uit te veel zaken blijkt nog dat corporaties nog de komende periode in onzekerheid verkeren rond wezenlijke uitgangspunten. Zie onder meer de voetnoot op pagina 26.
- Het meest bijzonder daarbij is de aankondiging bovenaan p31. Gaat de AW de wet wijzigen? Is dat niet aan de Tweede Kamer? En wanneer dan? De onzekerheid wordt verlengd? De veegwet is pas per 1 januari van kracht? Er is dus tot die tijd onduidelijkheid over zo'n belangrijk element van scheiden/splitsen?
- Voor een periode van 10 jaar wordt gedetailleerde projectinformatie gevraagd. De meeste corporaties weten na ongeveer vijf jaar niet exact welke projecten ze willen gaan doen. Is dit niet streven naar schijnzekerheid? Is dit niet een onmogelijke eis? Is er rekening gehouden met de administratieve lastendruk van deze nieuwe eis? Hoe vindt hier de controle op plaats? Hoe moeten corporaties omgaan met niet-DAEB projecten waarbij ze afhankelijk is van de uitkomsten van de markttoets?
- Welke invloed heeft het verlengen van deze horizon van 5 naar 10 jaar op het tot stand komen van de sectorale solvabiliteit.
- Denkbaar is dat een corporatie voor scheiding (net) levensvatbaar is, maar een van de afzonderlijke takken na scheiding niet. Indien er geen mogelijkheid is om bij aanvang beide takken te laten voldoen aan de normen, dan dient het scheidingsvoorstel te zijn gericht op verbetering van de financiële positie en dient de corporatie in een begeleidend schrijven aan te

geven hoe zij dit vorm geeft. Belangrijk hierbij is dat niet alleen gekeken wordt naar het voldoen aan kengetallen op het verslagmoment, maar tevens in de prognose. Hoe ziet de Aw dit?

- Klopt het dat de corporatie of een afzonderlijke tak alleen levensvatbaar is als in alle jaren – 2017 t/m 2026 – wordt voldaan aan de normen? Zodra de corporatie of een van de afzonderlijke takken bij aanvang niet voldoet aan een norm, is deze niet levensvatbaar? Ook niet als gedurende de prognoseperiode alsnog wordt voldaan? Ook extern kan de classificatie “niet levensvatbaar” ongenueanceerd uitgelegd worden. Is het dan ook niet zinvol om onderscheid te maken tussen op termijn voldoen aan de normen en binnen de 10 jaars-horizon helemaal niet voldoen aan normen?
- Kan door de Aw aangegeven worden hoe het scheiden/splitsen zoals nu vormgegeven, en in het bijzonder het berekenen van de levensvatbaarheid, zich verhoudt tot hetgeen door de minister bij de wetsbehandeling aan de Kamer aangeboden en in het bijzonder de berekeningen van Ortec-Finance daarbij? Kan hierbij aangegeven worden of het scheiden/splitsen nu daadwerkelijk zo wordt vormgegeven als toentertijd ook in de aannames richting Kamer opgenomen?
- Welke mate van overleg / afspraken maken vindt vóór indiening van het ontwerpvoorstel plaats met Aw (en WSW)? Immers, tussen het ontwerp en het definitief voorstel zit (te) weinig tijd. Ook heeft dan al uitvoerig overleg plaatsgevonden met gemeenten en huurders. Als er vervolgens wijzigingen nodig zijn, willen de corporatie dat graag tijdig weten en hierover in gesprek gaan met de Aw en WSW. Graag aangeven hoe het samenspel tussen de Aw met zowel de corporatie alsook WSW verloopt (c.q. mogelijke overlegmomenten)?
- Dividend is altijd (ambtelijk overleg, parlementaire behandeling van de wet en beantwoording van Kamervragen, publicaties van bijvoorbeeld Ortec) – samen met de interne lening en de overheveling – beschouwd als één van de drie belangrijke knoppen om beide takken levensvatbaar te maken en op termijn te houden. Kan dividend in het geval van een niet levensvatbare tak wel structureel zijn en onderdeel worden van de operationele kasstroom? Bij beperkte aflossingsmogelijkheden in DAEB, kan het aflossen van de interne lening nadelig zijn voor de Loan to Value van de DAEB. Dividend kan een instrument zijn toch middelen uit de Niet-DAEB-tak naar de DAEB tak over te hevelen. We missen in dit beoordelingskader dan ook de “knop” om met dividend te kunnen sturen en deze dus ook hard ingerekend mag worden, bij het indienen van de plannen (als onderdeel van de kasstromen) en daarna. Is de Aw van voornemens deze knop in het definitieve voorstel dan ook expliciet te benoemen en te borgen dat die daadwerkelijk conform bovengenoemde zienswijze betekenis krijgt?

#### 6.1.1. ICR

- Waarom verschillen de normen voor DAEB en Niet-DAEB bij de ICR, terwijl deze bij de DSCR wel aan elkaar gelijk zijn? De redenen die in het beoordelingskader zijn gegeven zijn bieden onvoldoende soelaas. Er wordt gesproken over specifieke risicokenmerken die in de definitie van het kengetal zijn verwerkt bij de DSCR. De vraag is welke dat zijn en hoe dit verschilt van de ICR? Moet bij de ICR ook niet een gelijke norm worden gesteld? De ongeborgde financiering kent weliswaar een hogere rente, maar evenals bij de DSCR geldt dat dit risico kenmerk ook is opgenomen in het kengetal.
- Waarom is dividend uit de ICR gelaten? De dividendstroom is zeker niet per se incidenteel, zoals het beoordelingskader meldt, maar aan de hand van de MJB te bepalen.

### 6.1.2 Solvabiliteit

- Algemeen: heel veel leden van Aedes slaan aan op deze gekozen oplossingsrichting en zijn het met deze uitwerkingsrichting niet eens (marktwaarde, beklemming en bedrijfswaarde). Dit roept dan ook veel weerstand op. Zo zijn er in totaal al meer dan 8 waardebegrippen in omloop: 1. Beleidswaarde, 2. Bedrijfswaarde WSW, 3. WOZ waarde, 4. Historische kostprijs; 5. Marktwaarde verhuurde staat (basis/full variant); 6. Marktwaarde vrij van verhuur; 7. Fiscale waarde 8. Verzekerde waarde.

Twee voorbeelden van onbegrip rond toepassen van beklemming c.q. bedrijfswaarde (uit de velen):

*"Het is natuurlijk al erg jammer dat het aantal waarderingsgrondslagen niet kan worden beperkt tot één (MVS), maar dat er wordt uitgebreid naar drie is onvoorstelbaar. Vooral ook als in ogenschouw wordt genomen dat deze derde grondslag (Marktwaarde in verhuurde staat +/- beklemming) niet bestaat in de wereld. Het is daarom erg vreemd dat dit voor woningcorporaties in Nederland dreigt te worden ingevoerd. Zijn hier mensen weer zelf het wiel aan het uitvinden of is het een nutteloos compromis tussen instanties?"*

En

*"Het is een nutteloos kengetal omdat dit kengetal niets toevoegt. Immers het is of eigen beleid (bedrijfswaarde) of dat van de markt (marktwaarde), maar niet van allebei een beetje."*

- Welke van de drie waardebegrippen is nu voor Aw leidend in de beoordeling van de scheiding DAEB/ niet-DAEB in het voorstel?
- In vergelijking met het kader uit oktober 2015 en in afwijking van de Woningwet is de maximale solvabiliteitsnorm voor niet-DAEB voor elke vorm van scheiding/splitsing gelijkgeschakeld. De ruimte voor de beoogde evenwichtige verdeling neemt dan sterk af. Dat trekt in combinatie met de al eerdere genoemde beklemming binnen de niet-DAEB-tak en zeker met de mogelijke aanpassing van de het rentepercentage van de interne lening en een zware wissel op levensvatbaarheid. Wat is de reden van de Aw om hier weer andere (c.q. aanvullende) vereisten te introduceren? Is het Aw zich bewust van dat hiermee de ruimte voor een evenwichtige indeling verder af neemt?
- Voor het bepalen van de solvabiliteit voor de DAEB-tak introduceert de Aw 'Marktwaarde met beklemming'. Indien vanuit het compromismodel – contrair aan geest van wet en Kamerbehandeling - de bedrijfswaarde gehanteerd blijft is ons voorstel (onder protest) om in plaats van de marktwaarde met beklemming weer de bedrijfswaarde toe te passen.
- De solvabiliteitsvereisten bij administratieve scheiding wordt gelijkgeschakeld met die voor juridische splitsing. Daarvoor is geen wettelijke basis. In de Woningwet wordt ons inziens de solvabiliteitsvereisten bij een administratieve scheiding anders behandeld dan bij een juridische scheiding.
  - Bij een administratieve scheiding geldt : "Met de administratieve scheiding worden alle door de gemeente of borgingsvoorziening geborgde leningen toegerekend aan de DAEB-tak. De toegelaten instelling dient met de administratieve scheiding zorg te dragen voor een DAEB-tak en een niet-DAEB-tak die zelfstandig levensvatbaar en financieerbaar zijn. Om dat te bereiken wordt een interne startlening van de DAEB-tak aan de niet-DAEB-tak voorgeschreven, die ervoor zorgt dat de solvabiliteit in de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak afdoende is." (bron BTIV; Nvt: 4.5.2. Administratieve scheiding.). M.a.w. er worden geen harde solvabiliteitsvereisten voorgeschreven. Aedes is hier steeds van uitgegaan aangezien hierdoor er een belangrijke "knop" is

om aan te draaien.

- o Bij een juridische scheiding wordt wel de solvabiliteitseis van 60% genoemd, maar afwijken kan: *"Evenals bij een administratieve scheiding dient de toegelaten instelling er zorg voor te dragen dat de toegelaten instelling en de woningvennootschap na de scheiding levensvatbaar en zelfstandig financierbaar zijn. De minister onthoudt zijn goedkeuring als dat niet het geval is. Uitgangspunt bij is dat in beginsel maximaal 60% van de over te dragen woningen gefinancierd wordt met aandelenkapitaal (zie paragraaf 2.5.4). Bij een juridische splitsing is het mogelijk daarvan af te wijken wanneer dit noodzakelijk is voor de levensvatbaarheid en continuïteit van de woningvennootschap (artikel 89 BTIV)".* (bron BTIV; Nvt: 4.5.3. Juridische splitsing.)

In tegenstelling tot de Woningwet lijkt in het concept beoordelingskader Aw dit onderscheid niet te worden gemaakt. Bovendien vinden we de mogelijkheid van afwijken t.a.v. de 60% solvabiliteitseis (bij juridische scheiding) niet terug. Waar baseert de Aw die vrijheid op? We gaan er dan ook van uit dat het beoordelingskader in lijn met de Wet wordt gebracht

- Wat betreft de vereisten voor 60% max EV en 10% 'te liberaliseren'. Daarover is afgesproken en in het BTIV opgenomen dat in de 'lokale driehoek' afgeweken kan worden van de vereiste van max 60% solvabiliteit en max 10% van de 'te liberaliseren' woningen naar de niet-DAEB tak. Daar is niets over te vinden in dit kader. Zoals opgenomen in het BTIV *"Onze Minister kan op verzoek van de toegelaten instelling een hoger percentage dan dat, genoemd in de eerste volzin, vaststellen, indien de toegelaten instelling bij dat verzoek: a. aannemelijk heeft gemaakt dat toepassing van dat hogere percentage noodzakelijk is om haar financiële continuïteit of die van de betrokken woningvennootschap voldoende te waarborgen, of b. aantoon dat toereikend toepassing gegeven kan worden aan artikel 42, eerste lid, eerste volzin, van de wet."*
- Daarnaast geeft het Aw in een voetnoot aan dat: *"De komende maanden wordt de norm van 30% gespiegeld met opgedane ervaringscijfers. Voor 1 juli wordt de norm definitief vastgesteld".* Het betreft hier een ondergrens. Het is onze ervaring dat aanpassing in solvabiliteit stevig doorwerkt in de financiële huishouding van de verschillende takken als ook de TI als geheel. De Aw lijkt hier weer ruim de tijd te nemen. Indien deze ratio niet wordt behaald is reparatie daarvan met verkoop, huurbeleid en investeringsprogramma nodig. Dit zijn precies de aspecten waarmee op lokaal niveau moeten worden ingestemd en onderdeel zijn van het bod dat als deadline 1 juli heeft. Kortom, een serieus proces met de stakeholders wordt hierdoor ondergraven. Dat lijkt ons niet de bedoeling. Wij stellen voor dat de AW uiterlijk begin mei (tezamen de definitieve beoordelingskaders) uitsluitel geeft met betrekking tot de solvabiliteitsnormen, of anders gewoon de huidige norm van 20% wordt gehanteerd.
- Is het echt nodig om een solvabiliteit te berekenen met een beklemming? Is hiervoor geen beter/makkelijker alternatief? Wij kunnen de redenering achter de "beklemde marktwaarde" wel volgen, maar is het nu wel nodig dat we voor de onderkenning van het feit dat we in de DAEB exploitatie, de marktwaarde niet/nooit volledig realiseren, nog weer een nieuw waardebegrip introduceren? Is dit feit niet veel eenvoudiger en afdoende te onderkennen door een relatief hoge minimum solvabiliteitsnorm o.b.v. marktwaarde voor de DAEB tak op te nemen (bijv. 55-60%)?
- Als voor de beklemde marktwaarde moet worden gerekend met opbrengst kasstromen o.b.v. de taakopdracht c.q. het eigen beleid van de corporatie, waarom dan alle opbrengsten berekenen op basis van volledige doorexplotatie als verkoop onderdeel uitmaakt van het beleid en de prestatieafspraken en je dus verkoopkasstromen realiseert?



- Welk eigen beleid neem je dan vanuit de bedrijfswaarde over in de marktwaarde en welke niet en waarom?
- In alinea 5 van 6.1.2 staat dat bij de vergelijking tussen corporaties en marktpartijen er twee zaken essentieel verschillen:
  1. Streefhuren versus Markthuren om hun publieke taak te kunnen uitvoeren.
  2. Corporaties zijn gericht op instandhouding van een portefeuille gericht op doorexplotatie.

Naast deze twee essentiële verschillen zijn er nog meer essentiële verschillen: Zoals bijvoorbeeld Beheerlasten en Leefbaarheid. Corporaties geven meer uit aan beheerlasten en leefbaarheid dan marktpartijen om te voldoen aan hun maatschappelijke doelstellingen. Het valt te overwegen om hier ook rekening mee te houden.

- *"Samenhangend hiermee is de focus van corporaties gericht op de instandhouding van een portefeuille gericht op doorexplotatie. Dit laat onverlet dat binnen een portefeuille woningen kunnen worden verkocht, gesloopt, nieuw gebouwd en verbeterd, maar per saldo zal de portefeuille gericht op verhuur redelijk stabiel blijven. In prestatieafspraken zal dit anker worden vastgelegd."*

Wat wordt bedoeld met "dit anker"? Doel is niet altijd of per definitie om de portefeuille gericht op verhuur stabiel te houden. Ook hier lijken wederom aanvullende bepalingen t.a.v. de wettelijke voorschriften te worden toegevoegd.

#### 6.1.3 LTV:

- Wat voegt een LTV norm toe, wat niet veel meer is dan een inversie van de solvabiliteitsnorm (gegeven dat de marktwaarde van de vastgoedbeleggingen meer dan 90% van het balanstotaal uitmaakt)?
- De nominale schuldpositie dient als uitgangspunt. Dat impliceert dat de huidige leningen voor de deelnemingen worden gerespecteerd? Die wijken af voor wat betreft de ratio's, rente en aflossingsschema's van de interne lening. Met andere woorden mogen de reeds getroffen voorzieningen in de TI. voor de uitstaande leningen bij de dochters worden gesaldeerd met het nominale leningsbedrag?

#### 6.1.4 DSCR

- De alinea *Aflossing DAEB* is voor ons en onze leden onnavolgbaar. Dit is een voorbeeld van hoe complex het allemaal wordt gemaakt. Wat staat er precies? En wat is hier de meerwaarde van? Verwacht de Aw dat de corporatie hier daadwerkelijk op gaat sturen?
- Aflossing Niet-DAEB: het werkelijke aflossingsschema kent grote schommelingen. Dit is vanuit historisch perspectief logisch. Immers sporadisch werden er niet DAEB leningen aangetrokken op projectniveau. Wordt er bij berekenen van de DSCR uit van theoretisch, gestabiliseerd aflossingsschema of de werkelijke aflossingen? In het laatste geval is het zeker niet uit te sluiten dat de DSCR incidenteel onder de 1,0 duikt, om het jaar daarop weer zeer ruim aan de minimumeis te voldoen.

#### 6.1.5 Dekkingsratio:

- De dekkingsratio wordt voor de DAEB-leningen zowel bruto als netto getoetst, waarbij de leningen nominaal worden 'gewaardeerd'. Mag de reeds getroffen voorziening in de TI worden

met de nominale lening (DAEB en niet-DAEB)?

#### 6.1.6 Evenwicht:

- Er wordt aangegeven dat er extra aandacht besteed dient te worden aan de hoogte van de interne lening en de bijbehorende rentestand. Momenteel staat in de wet dat de rente op de interne lening wordt bepaald op de 10 jaars staatslening plus een opslag van 150 basispunten. Nu stelt de AW *“Overwogen wordt om een aanvullende randvoorwaarde in de wet op te nemen dat het gehanteerde rentepercentage op de interne lening niet lager mag zijn dan het gemiddelde rentepercentage van de corporatie op het moment van scheiding”*. Het verbaast ons zeer om dit hier te moeten lezen. Dient dit niet door de Minister aan de Kamer gemeld te worden? Het is immers aan de Kamer om wetten te wijzigen en de minister is degene die hen daartoe voorstellen kan doen. Hoe ziet de Aw dat? Voor Aedes was de hoogte van de rente op de interne lening van groot belang, wat ons betreft is dit niet iets om zomaar even te veranderen. De sector zou daar garanties ten aanzien van het kunnen ontplooiën van niet-DAEB activiteiten (na instemming gemeente e.d.) voor terug moeten krijgen. Het verschil tussen beide percentages kan met de huidige rentes makkelijk 1,5 à 2,0% belopen en is dus cruciaal voor de uitkomsten van de doorrekening of aan de vereisten voldaan wordt. Wanneer komt meer duidelijkheid welk percentage gehanteerd moet worden?  
Waarom een aanvullende randvoorwaarde introduceren en niet de keuze bij de corporatie te laten? Met andere woorden, de corporatie kan het rentepercentage ook vaststellen op het gemiddelde rentepercentage van de corporatie op het moment van scheiding indien dat vanuit de DAEB-tak wenselijk wordt geacht.
- Een hogere interne rente leidt tot een lager rendement en dus nog minder kans om aan de directe rendementseis van 3,5% te kunnen voldoen. Wordt hier rekening mee gehouden bij het mogelijke “rente” besluit?
- Mogelijk zijn er fiscale consequenties verbonden aan het stellen van een andere rente dan de markrente op het moment van splitsing (zeker bij een juridische scheiding). De belastingdienst kan stellen dat het geen zakelijke rente is. We zouden graag zien dat een heldere afspraak gemaakt wordt over de rente van de interne lening en dat hiervan alle consequenties zijn bekeken, ook de fiscale.
- Mocht het voornemen om de rente gelijk te trekken naar de gemiddelde rente van de woningstichting (actueel 3,9 procent) dan is dit alleen goed mogelijk als ook de LTV naar de actuele normering wordt gelijk getrokken. De woningen zijn immers ooit onder gelijke omstandigheden qua rente en financieringsvoorwaarden (zoals looptijd, LTV etc.) gefinancierd. Overweegt de Aw de LTV ook aan te passen?

#### 6.2.1 Afzonderlijke takken na de scheiding niet levensvatbaar

- De Aw gaat soms op de stoel van de bestuurder van de TI zitten, zie pag. 31 van het kader: *“Bij de beoordeling van het scheidingsvoorstel door de Aw zal getoetst worden of het niet voldoet aan de normen en kengetallen het gevolg is van een onevenwichtige scheiding. In dat geval zal het scheidingsvoorstel worden gemendeerd door de Aw, zodat deze wel aan de normen voldoet.”* Waar baseert de Aw die bevoegdheid op? Ons lijkt het wenselijk dat de TI in kwestie zelf gevraagd wordt om voor een aanpassing te zorgen.

#### 6.3 Uitgangspunten en parameters (vanaf p32)

- Is het nieuwe handboek met als peildatum 31-12-2016 tijdig beschikbaar of mag in het ontwerp

- scheidingsvoorstel het handboek met als peildatum 31-12-2015 worden toegepast?
- Bij de eerste bullet wordt een huurstijging van 2% vermeld. In de tabel echter een prijsinflatie van 2%. Dit lijkt een foutje. De huurstijging is conform de huursom benadering inflatie + 1% punt. Wat dient vanaf jaar zes opgenomen?
  - De prijsinflatie in 2015 is niet 0,5% maar 0,6%.
  - De disconteringsvoet lijkt te ontbreken.
  - Alle parameters liggen boven de inflatie (Huurstijging inflatie +1 %). Wat is dan eigenlijk nog de inflatie. Wat voor invloed heeft dit op de reële disconteringsvoet?
  - Op welke wijze hangen parameters met elkaar samen? Bijvoorbeeld: Op termijn zien we een sterke stijging van de rente, waarbij de leegwaarde stijging inflatie volgend is. Bij een stijgende rente verwacht je eerder een reële daling van de leegwaarde. Of wordt dit geheel gecompenseerd doordat de loonstijging boven inflatie ligt?

#### 6.6 Verdeelsleutels

- In punt 6.6 staat over verdeelsleutels tussen DAEB en Niet-DAEB als *voorbeeld* dat de marktwaarde gebruikt zou kunnen worden. We nemen aan dat de Aw dit niet in de verdere uitwerkingsrichting verplicht gaat voorschrijven. Immers we kunnen ons goed voorstellen dat bijvoorbeeld voor een andere verdeelsleutel wordt gekozen (in het kader van administratieve lastenverlichting) zoals het aantal VHE's.

#### 6.7.4: Liquide middelen

- Terugkoopmomenten: voldoende beschikbaar hebben van liquide middelen voor niet te voorspellen terugkoopmoment. Hoe verhoudt zich dit tot de beoordelingskader t.a.v. korte termijn noodzakelijke liquiditeiten? Voor sommige corporaties is dit overigens ook een risico dat zich ook op langere termijn voordoet. Is het mogelijk om bij de start vanuit de niet-DAEB tak een lening te verstrekken aan de DAEB-tak? Zodat er geen overtollige liquide middelen op de balans van het niet-DAEB bedrijf staan? Maar waarbij wel de afspraak met het DAEB bedrijf kan worden gemaakt dat de lening per direct (deels) opeisbaar is. Namelijk op het moment dat er terugkoopverplichtingen voordoen. Is deze optie toelaatbaar? Ziet de Aw andere werkbare oplossingsrichtingen om dit geschetste risico (wat vanuit historisch perspectief is ontstaan en waarbij de revenuen ook (deels) ten voordelen van DAEB-activiteiten zijn ingezet), af te dekken?

#### 6.7.5 Allocatie Verkoop onder Voorwaarden

- het Aw stelt "*De vorderingen en verplichtingen vanuit verkopen onder voorwaarden worden toegedeeld naar de herkomst van het object bij de oorspronkelijke verkoop. De herkomst van verkoop uit nieuwbouwproductie is niet-DAEB. De herkomst van verkoop uit bestaand woningbezit is afhankelijk van de laatste huurprijs bij verkoop.*" Het is niet in alle gevallen mogelijk om de laatste huurgegevens voorafgaand aan de verkoop te herleiden.

#### 6.8 Financieringsplan

- De huren mogen in de 10 jaar kasstroomprognose vanaf jaar 6 enkel inflatievolgend stijgen. Geldt dit eveneens voor de harmonisaties? Daarnaast is deze beperking niet in overstemming met de ruimte voor een boven inflatoire huurstijging die inkomensafhankelijke huurverhoging en huursombenadering bieden. Wat is de reden dat de Aw hier van af wijkt? (zie ook opmerkingen bij 6.3)

### **Reactie op de bijlages**

Hier volgt een reactie op de bijlages. De beoordeling is een eerste aanzet aangezien we niet goed in de gelegenheid zijn om de betekenis van de bijlages aan de hand van een behoorlijk aantal concrete praktijkvoorbeelden te testen. Bovendien is het nadeel, waar corporaties ongetwijfeld tegen aan gaan lopen, dat ze moeilijk te vatten zijn in één model. Vandaar ook ons advies om daar waar nodig, wel mogelijkheden van maatwerk toe te staan. Bovendien is het verstandig om op basis van praktijkervaringen die de komende periode wordt opgedaan doordat corporaties hier actief mee aan de gang te gaan, een FAQ bij te houden c.q. aanpassingen door te voeren in het model zelf. Immers "the proof of the pudding....."

### **SHEET 3.1 kasstromen**

- Klopt het dat deze overeen komt met het huidige dVI/dPi overzicht? Opvallend is dat in het voorbeeld is wel dat er 10 jaar wordt voorgeschreven, maar het model zelf ook maar t/m 2020 doorloopt. Bovendien zetten we vraagtekens of een corporatie daadwerkelijk in staat is goed aan te geven wat ze bijvoorbeeld in 2025 gaan doen. Is er geen sprake van schijnzekerheid?
- Het is praktisch ondoenlijk om de totaalkasstromen per project in dPi projectoverzichten te geven met projectnaam, gemeente, 5 jaar kasstromen, bouwkosten, grondkosten, subsidies, bedrijfswaarde, etc. Eén corporatie heeft bijvoorbeeld over 5 jaar dPi al ruim 560 unieke projectblokken. Bovendien neemt hierdoor de administratieve lastendruk substantieel toe.
- In het kasstroomoverzicht en in de balans zijn diverse formules opgenomen (zie bijvoorbeeld sheet kasstromen; Lonen en salarissen). Is het verplicht om deze formules te hanteren? Naar onze mening geeft het invullen van de eigen cijfers een beter beeld dan het hanteren van vooraf gedefinieerde formules. Opmerkelijk vinden wij hierbij ook de formule voor de berekening van de beklemming, hier wordt in het format uitgegaan van 25% van de (markt)waarde van het sociaal vastgoed in exploitatie. Ook hierbij geldt dat naar onze mening de eigen berekening een beter beeld kan geven. Zou dan niet bij deze berekeningen sprake kunnen zijn van keuze vrijheid voor de corporatie, namelijk of eigen normen hanteren (die nauwkeuriger zijn) of de normen van de Aw?

### **SHEET Balans**

#### **Vastgoedbeleggingen**

- De balans ultimo 2016 (vóór scheiding) zal anders zijn dan ultimo 2017 (na goedkeuring ontwerpvoorstel). Hoe wordt omgegaan met o.a. de liberalisaties in 2017 nog voor het ontwerpvoorstel is goedgekeurd? Dat kunnen geen aan/verkoop transacties zijn, want dan moet er ook financiering worden aangetrokken. Is feitelijk dan de openingsbalans dus ultimo 2017? Want eind 2016 heeft de corporatie nog geen enkele woning 'feitelijk' overgeheveld, dat gebeurt pas na goedkeuring. Dat zou kunnen betekenen dat de overheveling van DAEB naar Niet-DAEB ook een flinke balansverschuiving tussen 2016 en 2017 laat zien, met dito effect op de daar voor geldende vermogensratio's (SOLV en LTV).
- In de balans staan op de creditzijde van de balans de schulden aan groepsmaatschappijen en schulden aan maatschappijen waarin wordt deelgenomen. Voor de consistentie hebben corporaties op de debetzijde van de balans de volgende posten toegevoegd:

- a. andere deelnemingen;
  - b. vorderingen op groepsmaatschappijen en;
  - c. vorderingen op maatschappijen waarin wordt deelgenomen.
- Zijn dit soort toevoegingen tav het model mogelijk?

## **SHEET LTV**

### **Bedrijfswaarde bruto**

- Voor corporaties met een relatief grote Niet-DAEB portefeuille en relatief grote schuldpositie, ligt de 75% mogelijk wel gevoelig. Zelfde geldt voor corporaties die van plan zijn relatief veel over te hevelen naar Niet-DAEB en daar een relatief lage interne lening voor in te richten. Is maatwerk dan mogelijk?
- De bedrijfswaarde Niet-DAEB ligt redelijk in de buurt van de marktwaarde Niet-DAEB, terwijl dit bij de DAEB juist ver uit elkaar ligt i.v.m. het beleidseffect. Oftewel, de bedrijfswaarde DAEB wordt meer beïnvloed door de scheiding (noemer), dan het effect van de saldering met de interne lening (teller). Hoe ziet de Aw dit?

### **SHEET DSCR DAEB**

- Voor de berekening van de DSCR wordt in het model uitgegaan van de operationele kasstroom gecorrigeerd met de rente-uitgaven en de aflossing. Voor de bepaling van de DSCR hanteert het WSW in het rekenmodel financiële ratio's (<https://www.wsw.nl/over-wsw/borgstelsel/risicomanagement/risicobeoordeling/financial-risks/> ). Hierbij wordt rekening gehouden met de verkoopopbrengsten. Deze berekening lijkt af te wijken van de DSCR berekening in bijlage 2. Hoe gaat de Aw hier mee om en welke berekening is de juiste?
- In de niet-DAEB tak hebben corporaties soms de strategie om uit te ponden, hierbij worden de verkoopopbrengsten gebruikt om de interne lening af te lossen. Als geen rekening gehouden wordt met de verkoopopbrengsten in de DSCR berekening leidt dit in deze gevallen tot een onvoldoende DSCR. Is de Aw zich hier bewust van en is dit een beoogd effect?

### **SHEET DSCR Niet-DAEB**

#### **Aflossing Niet-DAEB**

- De DAEB kent een theoretische aflossing, met correcties voor 5 jaar verkoopopbrengsten, minimaal onderhoudsniveau, restwaarde en levensduur van het vastgoed. Hierdoor is de aflossingsfictie lager dan de werkelijke aflossing op de geborgde financiering. Dit biedt meer ruimte voor investeringen in sociale huur. De Niet-DAEB moet echter op basis van werkelijke aflossing. Dit kan een knellend effect hebben. Hoe ziet de Aw dit?
- Ten eerste is de werkelijke aflossing op de interne lening (binnen 15 jaar of aflossingsschema geborgd) veel strenger dan een marktconforme vastgoedfinanciering op dit moment, waarbij over het algemeen aflossing in 30 jaar geldt. Bij juridisch/hybride betekent aflossen in 15 jaar (relatief hoge aflossing) zonder correcties, dat de norm van minimaal 1,00 zéér gevoelig ligt. Zo niet onhaalbaar. Ook al hoeft er maar 1/3 deel in 5 jaar te worden afgelost, voor het berekenen van de DSCR wordt er met een fictie van 1/15 deel ingerekend? Of is de eerste vier jaar de ICR gelijk aan de DSCR ivm 0 aflossing en het vijfde jaar ineens onder de 1,00 i.v.m. de 1/3 aflossing?

- Bij administratief betekent aflossen volgens het aflossingsschema van de geborgde leningen. Voor corporaties die de afgelopen jaren kort gefinancierd zijn (bv i.v.m. overhegde bij derivaten), kan dan moeilijker aan DSCR norm worden voldaan. Immers, de korte financieringsstrategie in de DAEB beïnvloedt het aflossingsschema voor de Niet-DAEB.
- Ten tweede kent de Niet-DAEB qua kasstromen een ingroei. Er zijn immers te liberaliseren DAEB woningen overgeheveld die (nog) niet de huur hebben die bij een Niet-DAEB woningen mag worden verwacht. Er moet echter wel de volle rente en aflossing vanuit de interne financiering over worden berekend in de DSCR. Dat betekent relatief lage kasstroom tegen relatief hoge aflossing. Hoe ziet de Aw dit?
- Al met al lijkt het er op dat verkoop van Niet-DAEB nodig is om aan de interne lening/aflossing verplichtingen te kunnen voldoen. Want in voorkomende gevallen zal alleen vanuit de exploitatie van de Niet-DAEB de verplichtingen niet op te. Zeker als de rente op de interne lening (euribor + 1,5%) via nieuwe wetgeving ook nog wordt verhoogd naar de effectieve geborgde rente (ca 4,0%).

#### SHEET DSCR Totaal

#### SHEET dekkingsratio

- Autonome ontwikkeling marktwaarde
  - Een autonome ontwikkeling wordt op 1% gesteld, dat is 1% minder dan de verwachte inflatieontwikkeling. Beoordelingskader geeft aan dat daarin al rekening is gehouden met veroudering van bezit en de werkelijke huurontwikkeling. De marktwaarde in populaire marktgebieden (zoals Amsterdam) is echter minimaal gelijk of hoger dan inflatie. Ook in het handboek marktwaardering worden per marktgebied verschillende % gehanteerd. Vanwaar heeft de Aw gekozen voor deze uitwerkingsrichting?

#### SHEET Direct rendement

- Vastgoedgerelateerde kasstromen

In het dummy voorbeeld worden de operationele kasstroom gecorrigeerd. De operationele kasstroom bestaat ook uit personeels- en bedrijfslasten die niet allemaal vastgoed gerelateerd zijn. Is dit niet eigenlijk een direct rendement berekening?