

KPMG BRANCHEGROEP WONINGCORPORATIES

Woningcorporaties 'resetten' zich

Verslag van het onderzoek naar veranderingen
en uitdagingen voor de corporatiesector

[kpmg.nl](https://www.kpmg.nl)

Inhoudsopgave

1. Corporaties staan op vooravond van metamorfose	3
2. Opzet van ons onderzoek	4
3. Corporaties nu op breukvlak	5
4. Corporaties gaan ingrijpen in hun bedrijfsvoering	6
5. Mate van financiële beheersing bepaalt het succes	8
6. Totaalbeeld: corporaties resetten zich	12

1. Corporaties staan op vooravond van metamorfose

KPMG voelt zich nauw betrokken bij de sector woningcorporaties in Nederland. Wij zien de ontwikkelingen die de sector de komende jaren zal gaan doormaken met bijzonder veel belangstelling, maar ook met spanning tegemoet. Want dat de sector een metamorfose zal gaan doormaken, is hoogst aannemelijk.

Wij doen in deze rapportage verslag van een onderzoek dat wij onlangs onder met name de directeuren-bestuurders en het management van de middelgrote en grote corporaties hebben gehouden. De bevindingen daarvan ondersteunen onze opvatting dat corporaties op de vooravond van fundamentele keuzen staan en vermoedelijk zullen gaan ingrijpen.

Na de privatisering halverwege de jaren negentig staat de woningcorporatiesector in onze ogen nu na vijftien jaar voor een volgende trendbreuk. Wij hebben deze trendbreuk in ons rapport gekwalificeerd als een 'reset'. De corporaties moeten terug naar de basis, zowel wat betreft hun bedrijfsvoering als wat betreft hun uitgangspunten. Corporaties moeten snel orde op zaken stellen, anders komen de kerntaken in het geding. En kunnen huurders niet meer rekenen op de continuïteit van hun woningcorporatie.

Ons onderzoek maakt duidelijk dat de corporaties zich hiervan bewust zijn. Zij zien dat ze terug moeten. Dat wil zeggen: nu vooral werken aan een gezonde financiële huishouding en beheersing van risico's in met name de vastgoedprojecten. Maar waar hun kerntaken wel liggen en hoe die in de nieuwe omstandigheden ingevuld moeten worden, daarop zullen woningcorporaties zich dienen te bezinnen.

Maar wat gedacht is, is nog niet gedaan.

KPMG heeft op al de vragen evenmin het pasklare antwoord. Er zijn geen recepten die van buitenaf kunnen worden aange-reikt en maar moeten worden geslikt. Integendeel, de diversiteit in de sector vereist scherpe maatoplossingen die alleen samen met lot- of deelgenoten kunnen worden ontwikkeld.

Wij zijn van mening, dat de crux van de oplossing ligt in het opnieuw doordenken van het businessmodel respectievelijk het verdienmodel van de corporaties. Hoe kan bijvoorbeeld de kennelijke tegenstelling worden opgeheven tussen enerzijds de vernietiging van grote waarden vastgelegd in bakstenen (door de sloop van woningen) en anderzijds de grote behoefte aan kapitaal voor investeringen in nieuwbouw en renovatie?

Hoe kan worden voorkomen dat corporaties hun kostbaarste tafelzilver als het ware moeten dumpen, terwijl ze de financiële middelen zo hard nodig hebben?

KPMG stelt zich voor om een platform te bieden waarop de ideeën over de kenmerken van een nieuw verdienmodel kunnen worden verzameld en waar, met behulp van de ervaring en inzichten van velen, werkbare oplossingen kunnen worden gevonden.

De voorliggende rapportage over de uitkomsten van het onderzoek is voor ons dan ook geen afsluiting, maar veeleer de start voor nieuwe activiteiten. Wij zullen in de komende maanden rondetafelconferenties organiseren met de belangrijkste mensen uit de sector zelf. Het centrale thema zal zijn: wat zijn de kenmerken van het nieuwe verdienmodel voor woningcorporaties en hoe krijgen we deze daadwerkelijk geïmplementeerd?

Immers, ook naar de opvatting van KPMG hebben de woningcorporaties een maatschappelijke rol te vervullen ten behoeve van de volkshuisvesting.

2. Opzet van ons onderzoek

KPMG Branchegroep Woningcorporaties heeft eind 2010 250 van haar relaties in de functie van directeur-bestuurder of manager van een woningcorporatie uitgenodigd om deel te nemen aan een web-based enquête.

Gelet op de positie van KPMG in de sector, behoren de relaties overwegend tot de middelgrote en grote woningcorporaties. Van de huidige 418 corporaties in de sector behoort ongeveer een derde deel tot deze categorie.

De enquête was anoniem. Op onze uitnodiging hebben wij 65 reacties ontvangen.

De enquête was opgebouwd uit een blok van 25 stellingen over de ontwikkelingen in en rond de corporatiesector, waarop in een vijf-puntsschaal (van zeer oneens tot zeer eens) kon worden gescoord.

In een tweede blok is gevraagd naar de succesfactoren voor corporaties nu en in de toekomst. Respondenten konden een rapportcijfer van 1 tot en met 5 geven.

Ook over de interne bedrijfsvoering zijn vragen gesteld, met name over de bedrijfsfuncties die nu en in de toekomst van belang zijn voor het succesvol functioneren van de corporatie. Met andere woorden: aan welke knoppen moet het management intern draaien om in de toekomst succesvol te kunnen werken?

Tot slot drie open vragen over:

- de grootste uitdaging voor de corporatie de eerstkomende jaren;
- de wijze waarop de corporatiesector gereorganiseerd zou moeten worden;
- de wijze waarop de overheid de corporatiesector ondersteuning moet bieden.

Meer dan 90% van de respondenten heeft een antwoord op deze open vragen geformuleerd.

Wij willen alle respondenten danken voor hun deelname. Deze rapportage bevat de belangrijkste bevindingen uit de enquête en de conclusies die wij hieraan verbinden voor de toekomst van de sector.

3. Corporaties nu op breukvlak

Aanleiding voor het uitzetten van deze enquête was onze waarneming dat er veel meningen over de volkshuisvesting, de woningmarkt, de sector en individuele corporaties worden geuit. De directeuren en de leden van managementteams van corporaties ventileren echter hun mening en visie maar beperkt.

Wij vinden het tijd de mensen die dagelijks 'met hun voeten in de klei staan' aan het woord te laten. Juist nu de corporatiewereld voor grote veranderingen staat.

De corporatiesector, de volkshuisvesting in Nederland staat op een breukvlak. Jarenlang was sociale volkshuisvesting een vaste waarde in de maatschappij: mensen die niet zelf in staat zijn om in hun huisvesting te voorzien hebben recht op een woning, waarbij ze een handje worden geholpen door de overheid.

Vijftien jaar geleden zijn de woningcorporaties in financieel opzicht geprivatiseerd. De economie groeide, het beroep op volkshuisvesting werd minder (op de stadbus verschenen advertenties: "huren, dat kan natuurlijk ook"), de waarde van het vastgoed steeg continu in een hoog tempo, corporaties gingen zich breder oriënteren dan op stenen alleen. En populair gezegd: 'het geld klotste tegen de plinten'.

In 2011 is dat wel anders: we zijn nog niet uit de krediet- en de economische crisis, de bouwsector stagneert, Europa heeft geïntervenieerd in verband met de staatssteun aan de volkshuisvesting, er is onderscheid gemaakt tussen DAEB (diensten van algemeen economisch belang) en niet-DAEB, en per 1 januari 2011 is er een tijdelijke regeling ingevoerd. Huishoudens met middeninkomens dreigen buiten de boot te vallen, de lange termijn financiële positie van corporaties staat onder druk en er zijn grote verschillen tussen regio's (jaren wachten op een sociale woning in de Randstad, leegstand en krimp in de periferie, in Limburg, Groningen en elders).

Corporaties moeten zich heroriënteren op hun positie en hun rol in de samenleving. Zijn ze nog in staat de taken die ze de laatste decennia op zich hebben genomen uit te voeren? Is het huidige verdienmodel robuust genoeg of dient het te worden heroverwogen?

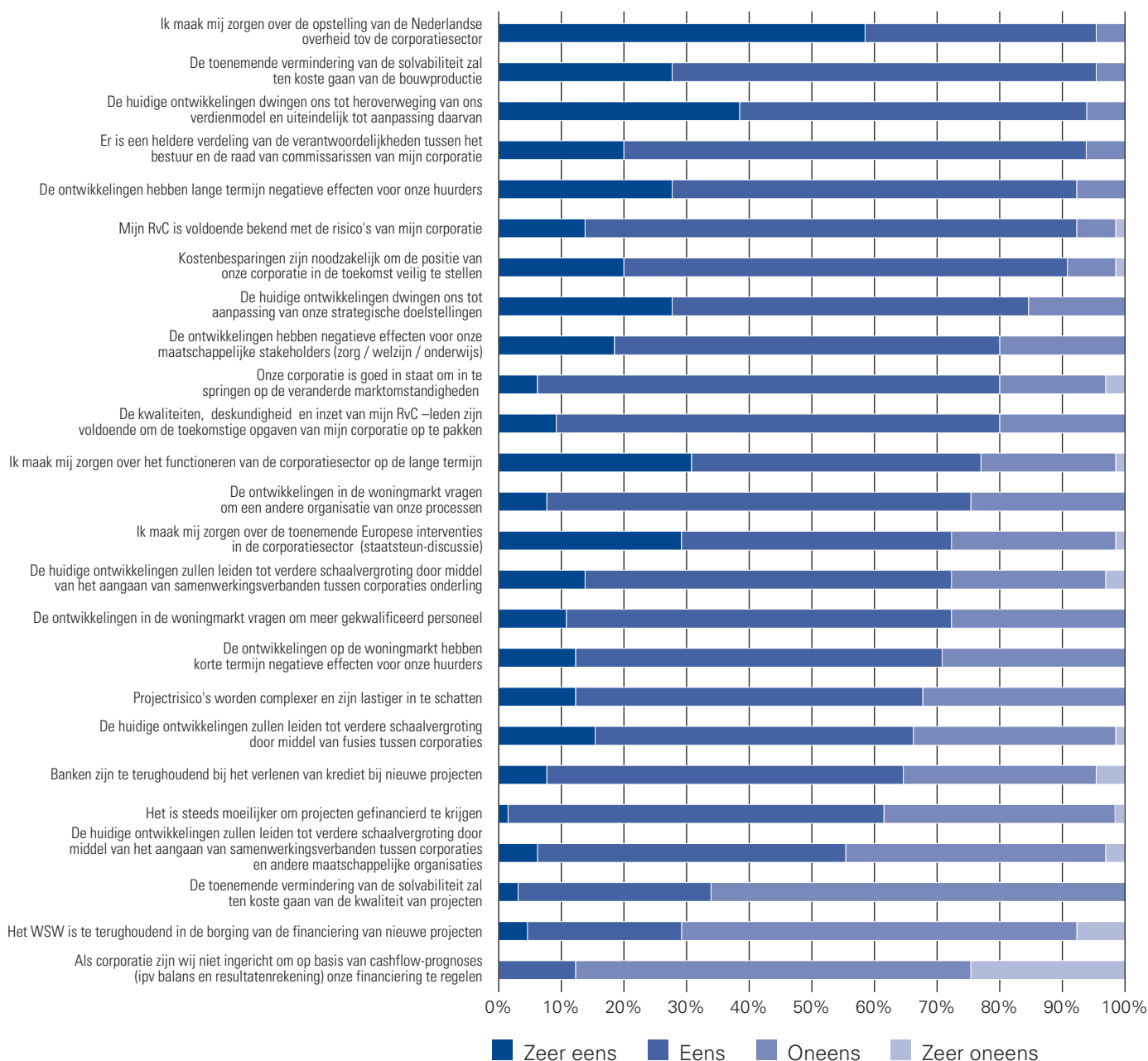
Tegen deze achtergrond hebben wij onze enquête uitgezet.

4. Corporaties gaan ingrijpen in hun bedrijfsvoering

De corporaties maken zich zorgen over de toekomst, maar tegelijkertijd komt uit ons onderzoek naar voren, dat ze een helder beeld hebben van de wijze waarop ze gaan reageren. Ze gaan ingrijpen in hun bedrijfsvoering en in hun organisaties. Ze gaan hun verdienmodel veranderen, kostenbesparingen

doorvoeren, hun doelstellingen aanpassen en hun processen en organisaties wijzigen.

We hebben 25 stellingen over de stand van zaken in en de ontwikkelingen rond de corporatiesector voorgelegd.



De resultaten ten aanzien van de stellingen verdelen we in drie blokken:

- 1 Waar maken de corporaties zich zorgen over?
- 2 Wat gaan de corporaties eraan doen, wat is hun reactie?
- 3 En waar maken ze zich geen zorgen over?

Zorgen van de corporaties

- 95% maakt zich zorgen over de opstelling van de Nederlandse overheid ten opzichte van de corporatiesector (en 72% over de staatssteundiscussie / Europese interventies).
- 92% verwacht voor de lange termijn negatieve effecten voor de huurders (en 70% ook voor de korte termijn); 80% verwacht negatieve effecten voor de stakeholders (zorg, welzijn, onderwijs).
- 77% maakt zich zorgen over het functioneren van de corporatie-sector op de lange termijn.
- 68% vindt dat de projectrisico's complexer worden en lastiger in te schatten zijn.
- 65% vindt dat banken te terughoudend zijn met de kredietverlening van projecten en 61,5% vindt het steeds moeilijker om projecten gefinancierd te krijgen.

Hun reacties

- 94% is van oordeel dat de huidige ontwikkelingen dwingen tot heroverweging van het verdienmodel.
- 91% acht kostenbesparingen noodzakelijk om de positie in de toekomst veilig te stellen.
- 85% verwacht dat aanpassing van de strategische doelstellingen noodzakelijk zal zijn.
- 75% verwacht dat een andere organisatie van de processen nodig zal zijn.
- 72% vindt dat ze meer gekwalificeerd personeel nodig hebben.
- 72% verwacht meer samenwerking tussen corporaties, 66% meer fusies en 55% meer samenwerking met andere maatschappelijke organisaties.

Waar maken de corporaties zich geen zorgen over?

- 88% vindt dat de corporatie is ingericht om op basis van cashflowprognoses de financiering te regelen.
- 80% vindt dat ze in staat zijn om in te spelen op de veranderde marktomstandigheden.
- 80% vindt dat de RvC's voldoende deskundig zijn voor de toekomstige opgaven.
- 70% vindt het WSW niet te terughoudend bij de borging van nieuwe projecten.

- 66% is niet bang dat de toenemende vermindering van de solvabiliteit ten koste zal gaan van de kwaliteit van projecten.

Wat zeggen deze bevindingen?

Bestuurders en managers zijn somber over de toekomst van de sector. Met name de opstelling van de Nederlandse overheid geeft reden tot zorg. De corporaties schatten in dat de ontwikkelingen niet alleen voor henzelf negatief gaan uitwerken, maar ook voor hun klanten, de huurders, en ook voor hun partners in het speelveld (zorg, welzijn, onderwijs). Projecten vormen een zorgenkind, omdat de risico's complexer zijn en daarmee ook lastiger te beoordelen op hun impact. Door de hogere eisen bij de financiering zullen projecten minder snel van de grond komen.

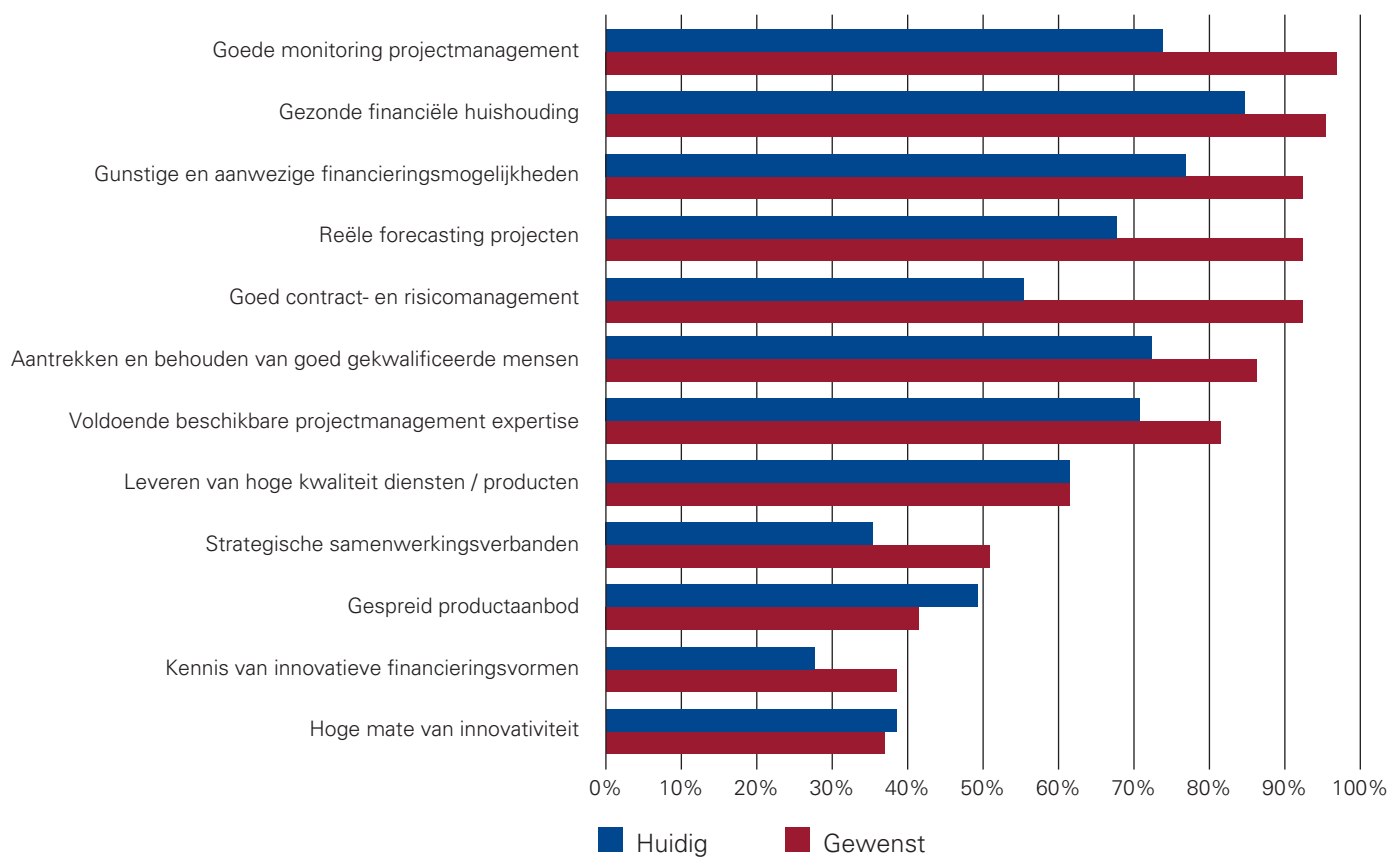
De corporaties hebben een behoorlijk eenduidig beeld van de reactie die hierop geboden is. Voor vrijwel iedere corporatie in het onderzoek is het duidelijk dat het huidige verdienmodel moet worden heroverwogen. Kennelijk is het vigerende model waarmee de financiële afwegingen worden gemaakt niet meer 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.

In de interne bedrijfsvoering is men voornemens om in te grijpen door middel van kostenbesparingen en reorganisatie van bedrijfsprocessen. Aanpassing van de strategische doelstellingen en verbetering van de kwaliteit van medewerkers staan ook op de agenda.

De reeds jarenlang zichtbare trend van schaalvergroting in de sector lijkt zich de komende jaren voort te zetten. Twee derde van de respondenten verwacht nog steeds fusies tussen corporaties; samenwerking wordt licht hoger gescoord. Het kabinet wil de mogelijkheden tot samenwerking tussen woningcorporaties en andere maatschappelijke instellingen gaan vergemakkelijken. Vooralsnog is men daar sceptisch over: iets meer dan de helft verwacht dat er inderdaad meer samenwerking tussen de verschillende sectoren gaat komen.

5. Mate van financiële beheersing bepaalt het succes

We hebben de respondenten gevraagd wat ze op dit moment als de belangrijkste succesfactoren voor hun corporatie beschouwen. Ze kregen een lijst van 12 succesfactoren voorgelegd.



De drie factoren die op dit moment als meest van belang worden beschouwd zijn:

- 1 Gezonde financiële huishouding (ratio's)
- 2 Gunstige en aanwezige financieringsmogelijkheden (aantrekken van middelen)
- 3 Goede monitoring projectmanagement

Dit is de momentopname van nu. Belangrijker is welke drie factoren in de toekomst, over vijf jaar, het meest van belang zijn:

- 1 Goede monitoring projectmanagement
- 2 Gezonde financiële huishouding
- 3 Gunstige financieringsmogelijkheden / goed contract- en risicomanagement

Interessant is ook om na te gaan welke de belangrijkste stijgers in de beoordeling zijn. Welke factoren gaan het meest in belang toenemen:

- 1 Goed contract- en risicomanagement
- 2 Reële forecasting projecten
- 3 Goede monitoring projectmanagement
- 4 Aantrekken en behouden van goed gekwalificeerde mensen

Het is redelijk duidelijk: corporaties beschouwen het onder controle houden van hun financiën en van de projecten zowel nu als over vijf jaar als de belangrijkste factor voor het succesvol functioneren. Dit meer dan de kwaliteit van diensten en producten, innovativiteit of strategische samenwerking. Zij leggen de nadruk op een gezonde financiële positie, het openhouden van financieringsmogelijkheden en het voorkomen dat projecten uit de hand lopen. Risicobeheersing wordt in de toekomst steeds belangrijker voor hen. De projecten en projectmanagement vormen daarbij de belangrijkste aandachtsgebieden.

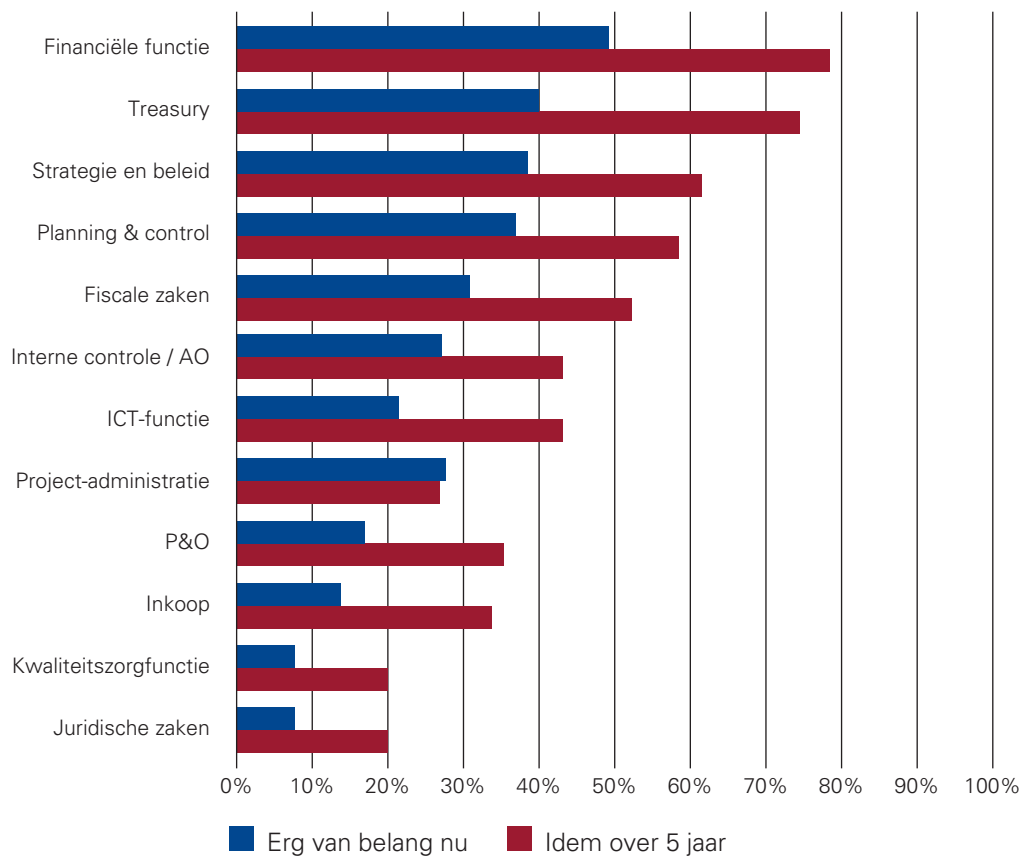
Cruciale bedrijfsfuncties voor succes

Door middel van hun bedrijfsvoering moeten de corporaties de uitdagingen binnen en buiten hun organisatie beantwoorden.

Welke onderdelen van hun bedrijfsvoering vinden de directeurs- bestuurders en managers het meest van belang? We hebben

ons hierbij niet gericht op de primaire functies van de corporaties (zoals verhuur, sociale begeleiding, onderhoud en projecten). Maar op die functies die in de bedrijfsvoering nodig zijn om de organisatie te kunnen besturen.

Ook nu weer uitgesplitst in de situatie van nu en die over vijf jaar.



Op een vijf puntsschaal (van 'helemaal niet van belang' tot 'erg van belang') scoren de volgende vijf functies als belangrijkste:

- 1 Financiële functie / controlling / managementinformatie
- 2 Treasury
- 3 Strategie en beleid
- 4 Planning en control
- 5 Fiscale zaken

Deze functies worden ook over vijf jaar nog steeds als de belangrijkste beschouwd, in dezelfde rangorde.

Nagegaan is welke functies in belang het sterkst gaan toenemen:

- 1 Treasury
- 2 Financiële functie
- 3 Strategie en beleid
- 4 ICT
- 5 Fiscale zaken

Het beheersen van de financiële stromen in de corporatie heeft de hoogste prioriteit. De corporaties onderkennen dat de bedrijfsfuncties die dat tot doel hebben, nu, maar ook de komende vijf jaar, het grootste belang hebben. Het gaat om de functies die ervoor zorgen dat het management greep houdt op de financiële gang van zaken (financiën, treasury, fiscaal). Daarnaast zijn ook de functies die eraan bijdragen dat de corporatie de relevante ontwikkelingen tijdig in beeld heeft en daarbij ook de goede afwegingen maakt (planning en control, controlling, managementinformatie) belangrijk.

Deze functies worden als van meer belang beschouwd dan de functies op het gebied van kwaliteitszorg, personeelsmanagement en ICT. Opvallend is wel dat de 'echte staffunctie' strategie & beleid zo'n groot belang blijft houden. Kennelijk is de verwachting dat in de omgeving van de corporaties nog zo veel te gebeuren staat, dat het noodzakelijk blijft om zich structureel daarop te bezinnen en beleid te formuleren.

Open vragen

De enquête bevatte ook de volgende drie open vragen:

- 1 Waar ligt de grootste uitdaging voor uw corporatie?
- 2 Op welke wijze moet de sector gereorganiseerd worden?
- 3 Op welke wijze moet de overheid de sector ondersteuning bieden?

Veel respondenten onderschrijven waar het gaat om de uitdagingen de noodzaak van verbetering van de bedrijfsvoering: meer efficiency en effectiviteit, meer marktgerichtheid, meer zakelijk denken, meer aandacht voor kostenbeheersing. Verder wordt gewezen op de noodzaak de woningvoorraad aan te passen aan de vraag, hetgeen enerzijds tot voortgaande herstructureringen van het bezit zal leiden en anderzijds ook het in stand houden van de investeringskracht vooronderstelt.

Met betrekking tot de opvattingen over de reorganisatie van de sector is opvallend dat naast de al gememoreerde behoefte om het verdienmodel te veranderen, meerdere respondenten wijzen op de behoefte om een meer regionale insteek te kiezen. Dit past in de trend van steeds sterkere differentiatie binnen de sector.

Landelijke normen moeten niet meer uniform worden opgelegd, maar vertaald naar regionale situaties.

Er is meer behoefte om zich op regionaal niveau te gaan organiseren, om regionale opgaven uit te voeren, eventueel in regionale samenwerkingsverbanden. Dit zou ook de voortdurende trend van fusies en samenwerking kunnen verklaren; na de fase van het streven naar optimale schaalgrootte voor de interne bedrijfsvoering (het tot stand brengen van professionele organisaties van voldoende omvang) komt nu de fase om gezamenlijk over organisatiegrenzen heen, regionaal actief te zijn.

Over de relatie tot de overheid is er echter allerm minst eenduidigheid. Een deel van de respondenten streeft naar verdere afstand, deregulering en liberalisering. Een ander deel vraagt juist om invulling van de verantwoordelijkheid van de overheid voor de sociale volkshuisvesting.

6. Totaalbeeld: corporaties 'resetten' zich

De hiervoor genoemde deelwaarnemingen en beoordelingen comprimeren we tot een totaalbeeld.

Reset van corporaties

Corporaties kunnen niet meer functioneren zoals ze dat de laatste jaren gewend waren te doen. Ze gaan terug naar de basis, zowel in hun optreden naar buiten als in de interne bedrijfsvoering. Daarbij starten zij als het ware opnieuw en herdefiniëren zij hun uitgangspunten. Met andere woorden: corporaties zijn zich aan het 'resetten'.

Uit de resultaten komt naar voren, dat de middelgrote en grote corporaties zich behoorlijk zorgen maken over hun toekomst. Zowel wat betreft de volkshuisvesting in het algemeen als wat betreft hun vermogen om de taken die ze moeten uitvoeren waar te maken.

Dit wordt veroorzaakt doordat de corporatiesector op een breukvlak staat. De klassieke waarden in de sector zijn steeds meer op losse schroeven komen te staan. De 'brede' taakopvatting die de corporaties de laatste decennia hebben omarmd (van 'wipkip tot stoomschip') staat onder druk. De verschillen tussen de corporaties worden steeds groter, zowel wat betreft hun marktpositie als wat betreft hun financiële kracht om de problemen op te lossen. En de overheid dringt de corporaties terug naar hun primaire doelgroepen.

De corporaties uit het onderzoek verwachten vrijwel unaniem (95%) dat de huidige ontwikkelingen op de woningmarkt negatieve effecten hebben voor de huurders. Ruim driekwart maakt zich zorgen over het functioneren van de sector op de lange termijn. Men verwacht niet veel van de overheid: Integendeel, 95% maakt zich zorgen over de opstelling van de Nederlandse overheid ten opzichte van de corporatiesector.

Greep op financiën

Corporaties gaan hierop reageren door in hun bedrijfsvoering in te grijpen. In volgorde van belangrijkheid: ze willen het verdienmodel heroverwegen, willen kostenbesparingen gaan doorvoeren, en passen de strategische doelstellingen aan.

Driekwart verwacht meer gekwalificeerd personeel nodig te hebben. Meer dan 70% verwacht dat de samenwerkings- en fusietrend zal doorgaan.

Dit heeft betekenis voor de wijze waarop directies en managers hun organisaties gaan aansturen. De nadruk zal meer komen te liggen op de sturing van financiële middelen en het beheersen van risico's. Men zal zich meer gaan bezighouden met het monitoren van projecten en met het contract- en risicomanagement.

Het management wil greep houden op de financiële gang van zaken. De functies op het gebied van financiën, treasury en fiscale zaken worden dan ook van het grootste belang geacht. Ook de functies die eraan bijdragen dat de corporatie de relevante ontwikkelingen tijdig in beeld heeft en daarbij ook de goede afwegingen maakt (planning & control, controlling, managementinformatie) spelen een belangrijke rol. De functies op het gebied van kwaliteitszorg en personeelsmanagement worden daarentegen van ondergeschikt belang geacht.

Nieuw verdienmodel

Al met al ziet KPMG in de resultaten van dit onderzoek een bevestiging van de trend dat de corporaties zich aan het 'resetten' zijn. De ontwikkelingen op de woningmarkt, de gewijzigde visie van de overheid, de druk vanuit Europa en de incidenten in de sector zelf hebben de corporaties met de beide benen op de grond gezet.

Ze hebben nu in de eerste plaats ervoor zorg te dragen dat zij in continuïteit hun basistaken kunnen blijven uitvoeren. Vandaar het belang dat gehecht wordt aan een gezonde financiële huishouding en een krachtige monitoring van risico's, met name bij vastgoedprojecten.

Hun voornemen om het verdienmodel te heroverwegen getuigt van realisme. In een situatie dat de opbrengsten nauwelijks zullen toenemen (inflatievolgend huurbeleid), de kosten wel stijgen en substantiële waardevermeerderingen van het vastgoed onzeker zijn geworden, is een degelijk en

sober financieel beleid een noodzakelijke voorwaarde voor continuïteit. De corporaties - zo blijkt uit dit onderzoek - willen dan ook met name de financiële functie versterken en hun bedrijfsvoering verbeteren.

Ook inhoudelijk perspectief

Maar het is tegelijkertijd onze opvatting, dat uitsluitend aan de kant van de bedrijfsfuncties 'sleutelen' - hoewel noodzakelijk - niet afdoende is. Gezien de gewijzigde context dienen de corporaties ook inhoudelijk een nieuw startpunt te zoeken.

Elke corporatie dient zich opnieuw af te vragen waar haar prioriteiten dienen te liggen, wat haar kerntaken zijn, wat haar kernvoorraad is, waar ze wel en waar ze niet op aan te spreken is; kortom: wat haar missie is. Dit is niet zozeer een reset van de organisatie, maar veeleer een herbezinning op haar maatschappelijke rol en positie. Op grond hiervan kan de corporatie zowel haar eigen medewerkers als haar stakeholders weer een nieuw perspectief bieden.

Kees Tegel**T:** + 31 (0)20 656 7543**E:** tegel.kees@kpmg.nl**Ger van den Berg****T:** + 31 (0)26 389 9845**E:** vandenberg.ger@kpmg.nl**Henk Berg****T:** + 31 (0)26 389 9755**E:** berg.henk@kpmg.nl**Ids Algera****T:** + 31 (0)20 656 7615**E:** algera.ids@kpmg.nl**kpmg.nl**

De in dit document vervatte informatie is van algemene aard en is niet toegespitst op de specifieke omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Wij streven ernaar juiste en tijdige informatie te verstrekken. Wij kunnen echter geen garantie geven dat dergelijke informatie op de datum waarop zij wordt ontvangen nog juist is of in de toekomst blijft. Daarom adviseren wij u op grond van deze informatie geen beslissingen te nemen behoudens op grond van advies van deskundigen na een grondig onderzoek van de desbetreffende situatie.

© 2011 KPMG Advisory N.V. is een dochtermaatschappij van KPMG Europe LLP en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Cooperative ('KPMG International'), een Zwitserse entiteit. Alle rechten voorbehouden. KPMG, het KPMG logo en 'cutting through complexity' zijn geregistreerde merken van KPMG International Cooperative.044_0311