

Een onderzoek naar de wijze waarop corporaties een verkoopbeslissing nemen



Auteur
Jimmy Feitz
Master Real Estate
Leergang MRE 2010-2012
Amsterdam School of Real Estate

Begeleiding:
1^{ste} begeleider - Dhr. Prof. Dr. J. Conijn
2^{de} begeleider - Dhr. A. Marquard

Voorwoord

Dit onderzoek is ter afronding van de MRE opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate. De opleiding ben ik in 2010 gestart. Na het volgen van de colleges, studiereizen, projectgroepen en de tentamens heb ik in 2015 de gelegenheid gevonden om de opleiding af te ronden. Op het moment dat ik in 2012 ging starten met het afstudeeronderzoek wist ik nog niet dat dit een bijzonder jaar zou worden. Het was het jaar waarin Vestia te maken kreeg met een groot derivatendebacle. Dit debacle en de gevolgen daarvan vroeg in de jaren daarna volledig mijn aandacht. Vestia moest in eerste instantie 16.000 woningen en later 33.000 woningen in 10 jaar verkopen om de omzetting van de derivaten in een langlopende lening te kunnen aflossen en als onderneming weer financieel gezond te worden. Zeker voor een organisatie die niet gewend was om woningen te verkopen is het gelukt om in de rol als manager verkoop een belangrijke bijdrage te leveren aan het financieel herstel van Vestia. Van 2012 tot en met heden zijn ruim 20.000 eenheden (bedrijfsruimten, bedrijfsverzamelgebouwen, maatschappelijk vastgoed, verzorgingstehuizen etc. etc.) verkocht aan corporaties, beleggers, zorginstellingen, gemeenten en particuliere huishoudens. Vanwege deze resultaten heeft Vestia een belangrijke stap kunnen zetten in het financieel herstel zodat Vestia zich weer kan richten op waarvoor het bedoeld is, het huisvesten van kwetsbare doelgroepen. Uiteraard ben ik bijzonder trots op dit resultaat. De keerzijde van deze periode is dat door de hectiek het niet mogelijk was om het afstudeeronderzoek te combineren met mijn werkzaamheden bij Vestia. Gelukkig zijn de omstandigheden in 2015 verbeterd.

De afgelopen periode heb ik gemerkt dat het voor een corporatie van belang is om op de juiste wijze beslissingen te nemen voor de te verkopen complexen en eenheden. Gezien de onervarenheid bij veel corporaties wil ik met dit onderzoek bijdragen aan de kennisontwikkeling voor de verkopen door corporaties.

Ik dank Vestia voor het faciliteren van de opleiding en het geven van ruimte in de afgelopen maanden om het afstudeeronderzoek uit te kunnen voeren. In het bijzonder wil ik Fred van Geffen bedanken. Naast initiator heeft Fred het binnen Vestia mogelijk gemaakt om deze opleiding te kunnen volgen. Ook wil ik de experts bedanken voor de interviews. Veelal gaven de expertinterviews naast de inhoudelijke toevoegingen mij ook op de juiste momenten energie en motivatie. Verder wil ik Johan Conijn bedanken voor zijn kritische maar zeer constructieve feedback. Dat was zeer waardevol. Ook wil ik Yolanda Toet en Sander Colnot bedanken voor de ondersteuning als tweede lezer. Daarnaast wil ik alle corporaties bedanken voor hun snelle en kwalitatieve respons op de enquête. Verder wil ik in het bijzonder Ronald Provoost bedanken voor de feedback en ondersteuning bij de schriftelijk online enquête!

Tot slot kan ik uiteraard niet afsluiten zonder een grote dank aan mijn gezin. Ladies, sorry maar nog heel even en papa heeft weer alle tijd!

Jimmy Feitz
Den Haag november 2015

Managementsamenvatting

De druk op de financiële prestaties van corporaties is hoog of neemt toe. Dat betekent verdere aanscherping van de financiële prestaties. Om het hoofd boven water te houden zijn er voor corporaties een aantal opties. Het maximaliseren van het huurbeleid, het verlagen van de bedrijfslasten, het stopzetten van investeringen en verkoop zijn belangrijke opties om de financiële prestaties te beïnvloeden. Indien corporaties meer en meer afhankelijk worden van de verkoopopbrengsten vraagt dit om gedegen en juiste beslissingen voor de selectie van de te verkopen en te behouden complexen. Een verkoop kan niet meer ongedaan gemaakt worden. Een kwalitatieve beslissing om te bepalen welk complex of woning verkocht mag worden is belangrijk voor de continuïteit van de onderneming. Met dit onderzoek is inzichtelijk gemaakt op welke wijze de verkopende corporaties een verkoopbeslissing nemen door de volgende centrale vraagstelling te beantwoorden:

Op welke wijze zijn corporaties voor de verkoop van vastgoed tot een complexselectie gekomen en waarom is voor een bepaalde verkoopmethode gekozen?

Redenen voor verkoop

Het grootste verschil tussen corporaties en institutionele beleggers zijn de financiële – economische versus maatschappelijke overwegingen. Bij corporaties spelen vanwege maatschappelijke ondernemingsdoelstellingen ook de maatschappelijke overwegingen een rol om te gaan verkopen. De belangrijkste redenen voor de verkopende corporaties om over te gaan tot verkoop zijn de benodigde inkomsten voor investeringen. Daarnaast blijkt dat in tegenstelling tot het literatuuronderzoek wel degelijk dat de verkopende corporaties rendement, geografische her-allocatie en type vastgoed als redenen hanteren om te gaan verkopen. Resumerend zijn volgens de verkopende corporaties financiële – portefeuille en maatschappelijke overwegingen om te gaan verkopen. In de onderstaand overzicht zijn de uitkomsten van het praktijkonderzoek onder de verkopende corporaties samengevat.

Overwegingen verkopende corporaties	
Financiële overwegingen	Inkomsten voor investeringen Aflossen schulden/leningen Rendement
Maatschappelijke overwegingen	Differentiatie in de wijk Empowerment Bevordering eigen woningbezit
Portefeuille overwegingen	Geografisch en type vastgoed Veroudering

Complexselectie

In dit onderzoek is inzichtelijk gemaakt welke factoren van invloed zijn bij de verkopende corporaties op de te selecteren complexen voor de verkoop. In de onderstaand overzicht zijn de factoren die bij de verkopende corporaties van invloed zijn om een complex te selecteren voor verkoop samengevat.

Structuur factoren	Objectspecifieke factoren		Maatschappelijke factoren
Portefeuillefactoren	Risico	Leegstandcijfers	Geografisch
Marktfactoren	Verkoopbaarheid	Locatiekwaliteit	Opgave in de wijk
	Huurpotentie	Subjectieve mening complex	Afspraken stakeholders
	Leeftijd en type vastgoed	Technische kwaliteit	
	Betaalbaarheid	Energie label	
	Verhuurbaarheid		

Voor de complexselectie hanteren de verkopende corporaties veelal dezelfde factoren als de institutionele beleggers. Daartegenover zijn onder de verkopende corporaties ook maatschappelijke factoren van invloed op de complexselectie. Op tactisch niveau dient de vastgoedportefeuille gemeten te worden op basis van de strategische doelstellingen op de vastgoedportefeuille. Zo ontstaat er een samenhang tussen strategie en tactisch niveau en worden de juiste complexen geselecteerd voor verkoop in relatie de strategie op de vastgoedportefeuille. Opvallend is dat de verkopende corporaties verkoopbaarheid dominant toepassen in de selectie van de te verkopen complexen. Hierdoor hebben de verkopende corporaties een risico genomen om de verkeerde complexen te selecteren in relatie tot de strategische doelstellingen van de vastgoedportefeuille.

Keuze verkoopmethode

Corporaties kunnen op hoofdlijnen twee verschillende manieren de verkoop van woningen vormgeven, namelijk door middel van complexmatige verkoop en uitponden aan particulieren. Voor de keuze tussen uitponden en complexmatige verkoop speelt tijd een dominante rol. Indien er voldoende tijd is en een lage liquiditeitsdruk prefereert uitponden door de hogere opbrengstwaarde per woning boven een complexmatige verkoop. Daarnaast zijn financiële elementen (opbrengstwaarde), de verkoopbaarheid en maatschappelijke elementen (differentiatie) de belangrijkste redenen om te kiezen voor een uitpondscenario. Voor de complexmatige verkopen zijn onder de verkopende corporaties snelheid vanwege her-allocation, de benodigde inkomsten (uitponden duurt te lang) en verkoopbaarheid de belangrijkste argumenten om te kiezen voor deze verkoopmethode.

Regeringsbeleid en toekomstverwachtingen

Uit het onderzoek blijkt dat de verkopende corporaties verwachten dat het regeringsbeleid van invloed zal zijn op de verkopen door corporaties. Zowel voor de scheiding van de DAEB en niet-DAEB activiteiten als de mogelijke effecten van de aanscherping op de kerngebieden zijn redenen om overgaan tot verkoop. Dat betekent dat de effecten van de herziene woningwet onder de verkopende corporaties mogelijk een positieve bijdrage gaan leveren aan de wensen van Minister Blok om de corporatiesector te verkleinen. De verkopende corporaties zullen de effecten van de herziene woningwet vooral door middel van uitponden en door complexmatige verkoop aan beleggers vorm gaan geven. Ruilen met corporaties is onder de verkopende corporaties nauwelijks aan de orde.

Onder de verkopende corporaties zijn er nagenoeg geen belemmeringen meer voor de verkoop aan beleggers. Het algemeen beeld onder corporaties is anders. De verkopende corporaties blijven actief verkopen en zijn van plan om ook in de toekomst gebruik te maken van de complexmatige verkoopmethode. Dat betekent dat de actieve verkopende corporaties de complexmatige verkoopmethode als gangbare methode hebben opgenomen in het verkoopbeleid. Voor de verkoop aan beleggers moet er sprake zijn van een openbare verkoop (tender). De meeste verkopende corporaties passen deze verkoopmethode bij verkoop aan beleggers ook toe. Daarnaast maken de actief verkopende corporaties veelal tegelijkertijd gebruik van de verschillende verkoopmethodes.

Portefeuillesturing

Voor het nemen van een juiste beslissing voor de verkoop van complexen is het toepassen van integrale vastgoedsturing noodzakelijk. Daarvoor zal een corporatie strategische doelstellingen moeten formuleren voor de vastgoedportefeuille en duidelijk onderscheid moeten maken in de verschillende rollen op strategisch, tactisch en operationeel niveau. Volgens het literatuuronderzoek is het een aandachtspunt dat corporaties niet uitgaan van een vooraf opgestelde strategie voor de totale vastgoedportefeuille (bijvoorbeeld een wens – streefportefeuille) en wordt er onvoldoende onderscheid gemaakt tussen de rollen op strategisch (portefeuillemanagement), tactisch (assetmanagement) en operationeel (propertymanagement) niveau oftewel integrale vastgoedsturing. De verkopende corporaties maken wel degelijk onderscheid in de verschillende rollen. Uit onderzoek blijkt dat de verkopende corporaties de strategische doelstellingen vooraf vaststellen zoals rendement en een wensportefeuille. In tegenstelling tot het gestelde in het literatuuronderzoek is er onder de verkopende corporaties in grote mate sprake van integrale vastgoedsturing. Slechts een klein deel van de verkopende corporaties (21%) heeft de strategische doelstelling rendement niet opgenomen. Wat ook opvalt is dat in 79% van de corporaties aangeeft rendement als strategische doelstelling te hanteren en dat slecht de helft van de corporaties rendementseisen weegt bij de complexselectie voor de verkoop. De verkopende corporaties hebben met betrekking tot rendement nog slagen te maken in de samenhang tussen strategische en tactisch niveau.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	1
1.1	Aanleiding	1
1.2	Probleemschets	1
1.3	Vraagstelling	2
1.4	Onderzoeksopzet	2
1.5	Leeswijzer	3
2	Context	5
2.1	Vastgoedportefeuille Nederland	5
2.2	Doelstellingen corporaties	5
2.3	Doelstellingen Institutionele beleggers	10
2.4	Conclusie	10
3	Strategische kaders voor het verkoopbeleid	12
3.1	Corporaties	12
3.2	Institutionele beleggers	15
3.3	Conclusie	19
4	Hold/sell analyse	22
4.1	Werking hold/sell analyse	22
4.2	Tactische factoren	24
4.3	Conclusie	28
5	Verkoopmethode	30
5.1	Type verkoopprocessen	30
5.2	In of outsourcen	32
5.3	Voor – en nadelen complexmatige verkoop en uitpanden	33
5.4	Keuze verkoopmethode	36
5.5	Conclusie	38
6	Praktijk	39
6.1	Inleiding	39
6.2	Opzet onderzoek	39
6.3	Resultaten enquête	40
7	Analyse	52
7.1	Algemeen	52
7.2	Regeringsbeleid	52
7.3	Portefeuillesturing	53
7.4	Strategische overwegingen	53
7.5	Tactische factoren	55
7.6	Verkoopmethode	57
8	Conclusies, aanbevelingen en reflectie	59
8.1	Conclusies	59
8.2	Aanbevelingen	62
8.3	Reflectie	63
9	Bibliografie	65
	Bijlage 1 Vragen schriftelijke online enquête	
	Bijlage 2 Deelnemers enquête	
	Bijlage 3 Topiclijst expertinterviews	
	Bijlage 4 Verslag expertinterviews	

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

De huidige omstandigheden voor corporaties zijn bijzonder. De economische en financiële crisis van de afgelopen jaren maakt dat veel signalen rondom corporaties op oranje stonden. De woningmarkt, met name de huurmarkt, zit volledig op slot; doorstroming naar de koopsector komt langzaam weer op gang en de ontwikkelingsmarkt is sinds enkele maanden weer op gang gekomen. De onzekere financiële vooruitzichten en de Europese regelgeving zijn factoren die de omstandigheden voor corporaties beïnvloeden. Daarnaast stellen banken steeds strengere eisen aan de financieringen voor bedrijven en particulieren (Schilder F. , 2013). De financiële positie van de corporatiesector is aan het verbeteren (WSW, 2015), de rente is historisch laag (ECB, 2015) en de risico's nemen toe (CFV, 2014). De invoering van de verhuurdersheffing en het vergroten van de financiële buffer zijn elementen met een grote impact op de financiële positie van corporaties (CFV, 2014). Het WSW is kritisch over het huidige investeringsniveau in relatie tot de compensatie van de jaarlijkse veroudering van het vastgoed. Daarnaast zal een verdere matiging van de huren een negatief effect hebben op de betaalbaarheid van de rentelasten (WSW, 2015). Kortom de druk op de financiële prestaties blijft hoog of neemt toe. Dat betekent verdere aanscherping van de financiële prestaties. Om meer sturing te geven aan de financiële prestaties moeten corporaties verder professionaliseren.

1.2 Probleemschets

Om het hoofd boven water te houden zijn naast het maximaliseren van het huurbeleid, het verlagen van de bedrijfslasten en het stopzetten van investeringen en verkopen een van de weinig overgebleven opties. Dat vraagt om gedegen beslissingen en de juiste selectie van de te verkopen en te behouden complexen. Een verkoop kan niet meer ongedaan gemaakt worden. Een kwalitatieve beslissing om te bepalen welk complex of woning verkocht mag worden is belangrijk voor de continuïteit van de onderneming. Daarbij wordt meer en meer gebruik gemaakt van de sturingsmodellen van commerciële vastgoedorganisaties. Corporaties hebben ervaring met de verkoop aan particulieren, maar dat is vanuit marktperspectief tot een bepaalde hoogte beperkt of loopt tegen zijn grenzen aan qua verkoopopbrengsten. Fusies en/of verkoop aan toegelaten instellingen is nog regelmatig van toepassing. Van verkoop aan derden daarentegen is er sporadisch sprake. Indien corporaties meer en meer afhankelijk worden van de verkoopopbrengsten en het sturen op financieel rendement een prominent uitgangspunt wordt, vraagt dat om een sturingsmodel waarbij er gedegen afwegingen genomen worden. Omdat deze afweging voor corporaties nog een betrekkelijk onervaren onderdeel uitmaakt van het portefeuillemanagement rijst de vraag op welke wijze corporaties verkoopbeslissingen kunnen nemen. Op welke manier zijn corporaties voorbereid voor deze afweging en welke factoren spelen daarbij een rol? Worden de juiste complexen aangemerkt voor verkoop? Welke factoren zijn daarin van belang? En wat kunnen corporaties daarbij leren van institutionele beleggers?

Het doel van het onderzoek is om inzichtelijk te maken op welke wijze corporaties verkoopbeslissingen nemen. Als referentiekader voor de afwegingen voor de verkoopbeslissingen worden onder andere de ervaringen van de institutionele beleggers gebruikt. Institutionele beleggers hebben een lange historie en ervaring met verkopen en hold/sell vraagstukken en zijn daarin geprofessionaliseerd. Daarom wordt voor de theorie deels de uitgangspunten van de institutionele belegger gebruikt.

1.3 Vraagstelling

Op basis van de probleemschets is de centrale vraag als volgt:

Op welke wijze zijn corporaties voor de verkoop van vastgoed tot een complexselectie gekomen en waarom is voor een bepaalde verkoopmethode gekozen?

Ter ondersteuning van de centrale vraag zijn een aantal subvragen geformuleerd:

- 1. Wat zijn de strategische overwegingen voor verkoop van het vastgoed bij institutionele beleggers en corporaties?*
- 2. Wat zijn de tactische overwegingen die van invloed zijn op de verkoopbeslissing bij institutionele beleggers en corporaties?*
- 3. Wat is de visie van experts op het nemen van verkoopbeslissingen bij institutionele beleggers en corporaties en wat zijn de belangrijkste elementen die een verkoopbeslissing beïnvloeden?*
- 4. Op welke wijze kunnen corporaties het vastgoed verkopen en wat zijn de voor en nadelen?*
- 5. Welke afwegingen spelen bij de keuze van de verkoopmethode een rol?*
- 6. Op welke wijze nemen corporaties in de praktijk verkoopbeslissingen?*

1.4 Onderzoeksopzet

Het praktijkprobleem is het mogelijke kennistekort van corporaties voor een gedegen en juiste verkoopbeslissing. Het afstudeeronderzoek wordt uitgevoerd aan de hand van het verrichten van een praktijkgericht wetenschappelijk onderzoek. Het onderzoek betreft een verkennend en kwalitatief karakter. Op dit moment is niet helder op welke wijze een verkoopbeslissing tot stand komt bij corporaties. Door een verkennend onderzoek uit te voeren is de verwachting dat het onderzoeksresultaat een theorie oplevert die een mogelijke verklaring geeft op welke wijze corporaties een verkoopbeslissing nemen. Daarbij vormen literatuuronderzoek, expertinterviews en de schriftelijke enquête de belangrijkste onderzoeksmethoden. Het onderzoek bestaat uit drie elementen, namelijk theorie, praktijk en analyse. De onderzoeksopzet en onderzoeksmethoden zijn gebaseerd op het boek "kwalitatief onderzoek, leidraad voor het opstellen van een kwalitatief onderzoek" (Baarda, 2012).

De centrale vraag is een open vraag en het doel van het onderzoek is inzicht te creëren op welke wijze corporaties verkoopbeslissingen nemen. Het eerste deel bestaat vooral uit literatuuronderzoek naar de doelstellingen van corporaties en institutionele beleggers. Daarnaast wordt de omvang van beide typen vastgoedeigenaren aan de hand van kwantitatieve data in beeld gebracht. Tevens wordt in het eerste deel van de theorie stil bij specifieke

elementen die een rol spelen bij verkoop door corporaties. Het tweede deel van het theoretisch onderzoek bestaat uit literatuuronderzoek naar de strategische overwegingen van corporaties en institutionele beleggers voor verkoop. In het derde deel van de theorie worden de tactische factoren die van invloed zijn op het verkopen van vastgoed door een corporatie onderzocht. Aan de hand van de hold/sell analyse wordt onderzocht welke factoren van invloed zijn op de verkoopbeslissingen bij de institutionele beleggers. Ter aanvulling en ter ondersteuning van de theorie worden een aantal expertinterviews gehouden om meer diepgang te creëren in portefeuillesturing, de strategische overwegingen en de tactische factoren die van een invloed zijn op een verkoopbeslissing. Door gebruik te maken van expertinterviews wordt nader onderzoek gedaan naar de wijze waarop portefeuillesturing wordt toegepast bij institutionele beleggers en de strategische en tactische factoren die van invloed zijn op een verkoopbeslissing bij corporaties en institutionele beleggers. Er is gekozen voor experts die kennis en ervaring hebben met de wijze waarop institutionele beleggers en corporaties omgaan met portefeuillesturing en verkoopbeslissingen. De deskundigen hebben diverse aanvullingen gedaan op de theorie, theorie op punten bevestigd. De volgende personen zijn uitgenodigd om aan de interviews deel te nemen:

- Jorn Thoomes, National Director Capital Markets JLL (woningbeleggingen)
- Kees van Harten, partner Capital Value (woningbeleggingen)
- Erik Beets, Hoofd assetmanagement Patrizia Netherlands
- Dennis Wedding, portefeuillemanager Amvest (Dynamic Fund)
- Paul Tazelaar, programmamanager Waardesturing Vestia
- Duco Bodewes, adviseur, interim-management, sparringpartner assetmanagement woningcorporaties. Duco Bodewes Advies.

Door praktijkonderzoek wordt getoetst op welke wijze bij de verkopende corporaties de verkoopbeslissing tot stand komt. Op deze wijze wordt inzicht gegeven in hoe corporaties beslissingen nemen voor het verkopen van vastgoed. Het praktijkonderzoek bestaat uit een gestructureerde schriftelijke online enquête. De enquête bestaat uit gesloten en open vragen en richt zich op corporaties die in 2013 minimaal 250 eenheden hebben verkocht. Dit zijn in totaal zeventien corporaties en zij vertegenwoordigen daarmee 86% (14.327 verkopen) van het totaal aantal verkopen door corporaties in 2013 (16.700). De zeventien genoemde corporaties worden allen integraal benaderd voor de deelname aan de interviews. Door deze groep corporaties te benaderen is de verwachting, bij voldoende respons, dat door de praktijkervaringen met verkoop een kwalitatieve respons wordt ontvangen op de onderzoeksvragen.

1.5 Leeswijzer

In hoofdstuk twee wordt de vastgoedportefeuille van Nederland in beeld gebracht en de doelstellingen van corporaties en institutionele beleggers beschreven. In Hoofdstuk drie wordt beschreven de manier waarop corporaties en institutionele beleggers omgaan met portefeuillesturing. In dit hoofdstuk zijn ook de strategische afwegingen voor verkoop onderzocht en beschreven. In hoofdstuk vier is de gehanteerde hold/sell analyse door institutionele beleggers onderzocht en zijn de factoren die van invloed zijn op de te selecteren complexen voor de verkoop beschreven. Daarnaast zijn in dit hoofdstuk de specifieke factoren die bij corporaties van invloed kunnen zijn beschreven. In hoofdstuk vijf wordt inzicht gegeven in

de verkoopmethodes en de verschillende voor – en nadelen van de verkoopmethodes. De uitkomsten van het praktijkonderzoek worden in hoofdstuk zes beschreven en de analyse van de theorie en de praktijk in hoofdstuk zeven. In hoofdstuk acht word het onderzoek afgesloten met conclusies, aanbevelingen en reflectie.

2 Context

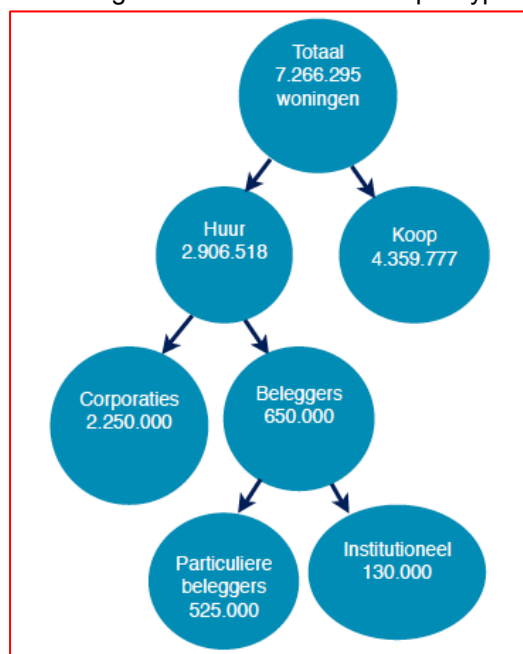
In hoofdstuk 2.1 wordt de vastgoedportefeuille van Nederland in beeld gebracht en de doelstellingen van corporaties en institutionele beleggers beschreven. In hoofdstuk 2.2 worden de recente ontwikkelingen voor corporaties zoals de herziene woningwet en de verkoopregels voor woningcorporaties beschreven. Ook wordt in hoofdstuk 2.2 de verkopen door corporaties van de afgelopen jaren geanalyseerd en wordt in hoofdstuk 2.3 de doelstellingen van institutionele beleggers beschreven. In hoofdstuk 2.4 sluiten we af met conclusies.

2.1 Vastgoedportefeuille Nederland

De relevantie van dit onderzoek hangt samen met de omvang van de hoeveelheid aantal woningen van corporaties ten opzichte van de totale woningvoorraad. In figuur 2.1 is een overzicht gemaakt van de onderverdeling van de totale woningvoorraad naar aantallen per type woningen (zelfstandige woningen) en eigenaren.

De woningvoorraad in Nederland heeft een volume van ca. 7.266.000 woningen. De woningvoorraad is onder te verdelen in huurwoningen en koopwoningen. De huurwoningen vertegenwoordigen 40% van het totaal en de voorraad koopwoningen 60%. Van de 40% huurwoningen is 77% in eigendom van corporaties, dat is 31% van de totale woningvoorraad. Beleggers hebben met 650.000 woningen 22% van de huurwoningen in eigendom. Dit valt onder te verdelen in 81% particuliere beleggers en 19% voor institutionele beleggers (BZK, 2013). De totale marktwaarde van de onroerende zaken van corporaties is ruim 242 miljard euro (CFV, 2014). Corporaties hebben over de jaarschijf 2013 voor een groot deel de activa gewaardeerd tegen marktwaarde in verhuurde staat conform richtlijn RJ 213.

De woningvoorraad onder beleggers bestaat uit 650.000 woningen. Daarvan is circa 130.000 woningen toe te delen aan institutionele beleggers. Eind 2013 bedroeg het totaal belegd vermogen van institutionele beleggers in vastgoed circa € 162 miljard. Daarvan is circa € 44,3 miljard (27%) belegd in direct vastgoed en € 118 miljard (73%) in indirect vastgoed. In totaal hebben institutionele beleggers ruim € 19,2 miljard euro belegd vermogen in woningen en € 24,3 miljard (kantoren, winkels e.d.) in overige categorieën (CBS, 2015).



Figuur 2.1. BZK 2013, CV 2014. Eigen bewerking: Feitz 2015

2.2 Doelstellingen corporaties

Corporaties zijn verenigingen of stichtingen die zich tot doel stellen werkzaam te zijn in het belang van de volkshuisvesting. Deze organisaties kunnen krachtens de Woningwet de status van toegelaten instelling krijgen.

De voornaamste eis om tot deze sector te worden toegelaten, is dat de doelstelling van de instelling is:

“Het voorzien in huisvesting voor mensen die niet of onvoldoende in staat zijn daar op eigen kracht in te voorzien” (BTIV, 2015).

De Rijksoverheid stelt de spelregels op voor de corporaties en houdt toezicht op hun activiteiten. Corporaties dienen werkzaam te zijn in het kader van het Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting 2015 (BTIV). Het BTIV regelt de taken van en het toezicht op corporaties. Corporaties die tot de toegelaten instellingen behoren, worden achteraf getoetst op hun functioneren en de geleverde volkshuisvestelijke en bedrijfsmatige prestaties. In de nieuwe woningwet is de kerntaak van corporaties als volgt omschreven:

“het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen aan mensen met een laag inkomen of aan mensen die om andere redenen moeilijk passende huisvesting kunnen vinden”.

In het verlengde hiervan mogen corporaties specifiek omschreven maatschappelijk vastgoed en bepaalde diensten voor de leefbaarheid als diensten van algemeen economisch belang (DAEB) verrichten. Corporaties hebben grofweg een zestal taakvelden:

1. bouwen, aan- en verkopen en exploiteren van sociale huurwoningen;
2. investeren in leefbaarheid van buurten en wijken;
3. zorgdragen voor huisvesting van de doelgroep (ook ouderen, gehandicapten en personen die zorgbehoevend zijn);
4. instandhouden van de kwaliteit van het vastgoed;
5. zorgdragen van de financiële continuïteit;
6. betrekken van bewoners bij beleid en beheer.

Corporaties konden voorheen gebruik maken van faciliteiten die door de overheid werden aangeboden. Het betrof hier faciliteiten zoals vrijstelling vennootschapsbelasting, vrijstelling leges, vrijstelling overdrachtsbelasting en goedkope grondprijzen.

Deze voordelen zijn er niet meer. Daarnaast is in de afgelopen jaren het speelveld nog meer aangepast. Dit onder druk van Brussel om een gelijk speelveld ('level playing field') te creëren voor de corporaties ten opzichte van institutionele beleggers. Kernpunten van die discussie zijn dat de commerciële activiteiten dienen te vallen onder de vennootschapsbelasting en dat er geen WSW-borging mogelijk is voor commerciële activiteiten.

2.2.1 Herziene woningwet

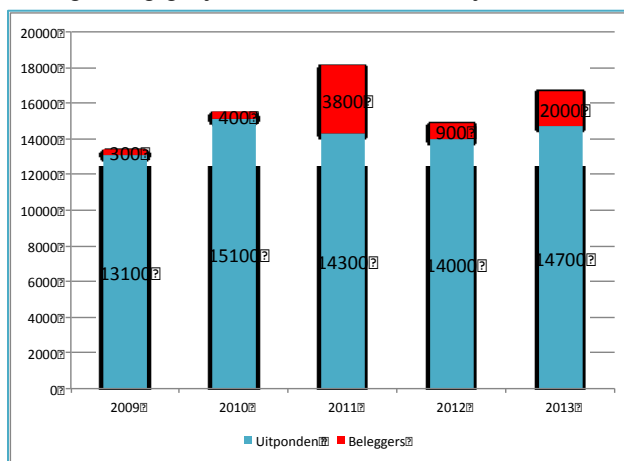
Per één juli 2015 is de herziene woningwet van kracht. In de herziene woningwet zijn een aantal belangrijke aanpassingen voor de taken van toegelaten instellingen opgenomen. Er is een sterke beperking gemaakt op het werkdomein van de corporaties. Corporaties moeten zich meer richten op de kernactiviteiten, ook wel de DAEB (Diensten Algemeen Economisch Belang) activiteiten genoemd. Hiermee wordt bedoeld dat het bouwen, verhuren en beheren van sociale huurwoningen en bepaald maatschappelijk vastgoed en de uitvoering van beperkte leefbaarheidstaken nog toegestaan is. Alle andere activiteiten zijn onderhevig aan strenge eisen. Denk daarbij aan maximale uitgaven van € 125,- per woning aan leefbaarheidstaken en

dat financiering van niet-DAEB alleen nog mogelijk is zonder borging van het WSW (extern financieren). Daarnaast dienen de DAEB en niet-DAEB activiteiten administratief of juridisch gescheiden c.q. gesplitst te worden. Tevens wordt verplicht om het vastgoed in marktwaarde verhuurde staat te waarderen en wordt het toezicht ondergebracht in een nieuwe autoriteit woningcorporaties (Aw). Ook worden de rollen van huurders en gemeenten groter en invloedrijker. Verder geeft de herziene woningwet aan dat gemeenten de mogelijkheid krijgen om woningmarktgebieden te vormen met een minimale omvang van 100.000 huishoudens. Daarbij mogen corporaties in meerdere regio's bezit hebben, maar alleen in hun kerngebied investeringen (koop/nieuwbouw) doen. Buiten deze regio's mogen corporaties nog wel de woningen exploiteren, verbeteren en verkopen. De minister zal bepalen wat de kernregio wordt van een corporatie (Aedes, 2015) (BZK, 2015). Het is nog onduidelijk wat de exacte effecten zijn voor het benoemen van de kernregio's en kernproducten. In tegenstelling tot de wens van de minister om veel corporatiewoningen aan andere marktpartijen over te laten is de verwachting dat er geen grootschalige verkopen van corporaties aan derden zal plaats vinden door de verscherping van de woningmarktgebieden en geoorloofde kernproducten. De kernproducten kunnen door juridische of administratieve splitsing ook zonder verkoop anders georganiseerd worden. De verwachting is dat door de verscherping naar kernregio's zal eerder een ruil of aan/verkoopbewegingen tussen corporaties ontstaat.

2.2.2 Verkopten door corporaties

De afgelopen jaren hebben de corporaties gemiddeld circa 15.800 bestaande woningen verkocht. Daarvan is het grootste deel verkocht aan particulieren (circa 14.000 per jaar). Gemiddeld zijn op jaarbasis door corporaties 1.500 woningen verkocht aan beleggers. Opvallend is dat in 2011 en 2013 een grote toename is terug te zien van het aantal verkopen aan beleggers. Waar tussen 2007 - 2010 nog sprake was van 300 tot 700 woningverkopen aan beleggers was dat in 2011 3.800 woningverkopen. Verder zijn in 2012 ruim 3.400 woningen minder verkocht dan in 2011. In 2012 is circa 18% verkocht aan de zittende huurder en 82% aan particulieren na mutatie. Dit is overigens nagenoeg gelijk aan 2011. In 2013 zijn 2.000 woningen verkocht aan beleggers.

(CBS, 2015; Aedes, 2014). De verkopen in 2014 en 2015 zullen naar verwachting het aantal verkochte eenheden van 16.700 in 2013 overstijgen. De signalen zijn dat er in 2014 en 2015 in totaal circa 54.000 eenheden zijn en worden verkocht (gemiddeld 27.000 per jaar). Het WSW verwacht dat het aandeel verkopen aan beleggers in 2014 (4.400) groter zal zijn 2013 (2.000). Mede vanwege de



Figuur 2.2. Bron: CBS en Aedes.nl

verkoopactiviteiten van Vestia en het WIF (WSW, 2015). Als de verkopen van het WIF en Vestia worden uitgezonderd (21.000 verkopen in 2014 en 2015) dan is de verwachting dat in 2014 en 2015 gemiddeld jaarlijks 16.500 eenheden zijn verkocht. Dit is in lijn met het jaarlijks gemiddelde van 2009 t/m 2013.

Verkopen	Aantal	% Corporaties
0	68	18%
1 tot 10	82	22%
10 tot 20	70	19%
20 tot 30	37	10%
30 tot 40	23	6%
40 tot 50	10	3%
50 tot 150	55	15%
150 tot 250	12	3%
> 250	17	5%

Wat opvalt is dat een groot deel (18%) van het aantal corporaties in 2013 geen woningen heeft verkocht. Daarnaast heeft voor het overgrote deel (69%) van het totaal aantal corporaties maximaal 30 woningen verkocht in 2013. 29 corporaties, circa 8% van het totaal aantal corporaties, hebben in 2013 meer dan 150 woningen verkocht (CFV, 2014).

Figuur 2.3. Overzicht verdeling aantal verkopen 2013

2.2.3 Verkoopregels toegelaten instellingen

In het Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (BTIV) zijn in diverse artikelen (22 t/m 26) specifieke wettelijke bepalingen opgenomen voor de verkoop van woningen door toegelaten instellingen (corporaties). Voorheen ook wel bekend als de circulaire MG 2013-02. In het besluit is opgenomen onder welke voorwaarden toestemming gegeven kan worden bij de verkoop van een corporatiewoning of een complex woningen. De huidige geldende verkoopregels zijn sinds één juli 2015 aangepast en opgenomen in het BTIV (BZK, 2015).

Natuurlijke personen

Toestemming voor verkoop aan natuurlijke personen wordt gegeven indien de verkoop minimaal 90% van de taxatiewaarde (vrij van huur en gebruik) bedraagt en voor eigen bewoning wordt gebruikt of gebruikt gaat worden. Verkopen met meer dan 10% korting op de woningen mogen onder voorwaarden van een aantal regelingen (terugbetaling van kortingen en/of waardeontwikkeling bij doorverkoop) worden verkocht. Indien niet wordt voldaan aan de voorwaarden zoals gesteld in de circulaire is per individuele verkoop toestemming nodig van de Minister. De toestemmingen worden beoordeeld op hun motivering en worden alleen verleend als het belang van de volkshuisvesting naar het oordeel van de rijksoverheid niet wordt geschaad.

Verkopen aan derden

Bij verkopen aan derden moet voldaan worden aan een veelvoud van voorwaarden om toestemming te krijgen van de Minister. Daarin maakt de Minister onderscheid tussen te liberaliseren woningen en niet te liberaliseren woningen (respectievelijk niet-DAEB woningen DAEB woningen). Overigens zijn de regels voor verkopen aan dochter BV's ook ondergebracht in verkopen aan derden.

Te liberaliseren woningen

De basis voor de indeling van de te liberaliseren woningen is het woningwaardingsstelsel (WWS) en de daarbij behorende maximale huurprijsgrens die jaarlijks wordt bijgesteld. Een woning met meer dan 140 WWS punten kan aangemerkt worden als een te liberaliseren woning. Voor het verkrijgen van toestemming voor verkoop is het altijd verplicht om het complex openbaar aan te besteden. Daarnaast moet een zienswijze van de gemeente overlegd worden en is er een toets van bonafiditeit van belang (VOG). Voor de toetsing van de prijs dient verkocht te worden tegen minimaal de marktwaarde in verhuurde staat. Om dit te onderbouwen dient een taxatierapport toegevoegd te worden (maximaal 6 maanden oud) aan de toestemmingsaanvraag. Dit taxatierapport moet worden uitgevoerd door een onafhankelijke niet bij de verkoop betrokken partij. Daarnaast dient de taxatie op basis van marktwaarde in verhuurde staat gewaardeerd te worden. Indien een complex voor meer dan 10% bestaat uit niet te liberaliseren woningen dan wordt de verkoop van het getoetst als een sociaal complex.

Sociale woningen

Voor de verkoop aan derden van niet te liberaliseren woningen (sociaal complex) moet aan meerdere voorwaarden worden voldaan om toestemming te krijgen van de Minister. De corporatie is verplicht om de woningen eerst aan te bieden aan het WIF (Wooninvesteringsfonds), aan andere corporaties en vervolgens ook aan de huurders. Na deze aanbiedingsvolgorde is het na een openbare aanbesteding mogelijk om te verkopen aan derden. Daarbij dient ook een zienswijze van de gemeente en de huurdersorganisatie overlegd te worden. Ook is een VOG verklaring noodzakelijk alsmede een sociale paragraaf omtrent het gedrag van de nieuwe verhuurder. Indien het een saneringscorporatie betreft kan overigens afgeweken worden van de aanbiedingsvolgorde. Bij verkoop voor de verkoopprijs die minimaal 90% bedraagt van de getaxeerde en gevalideerde leegwaarde (of WOZ waarde) is geen toestemming vooraf nodig van de Minister. Er is wel sprake van een meldingsplicht. Het spreekt voor zich dat een verkoopprijs van minimaal 90% leegwaarde voor een complex woningen in verhuurde staat zelden of niet voorkomt. Indien alle woningen zijn verhuurd, wordt ook toestemming verleend als de overeengekomen prijs meer dan 75% van de getaxeerde leegwaarde bedraagt. Indien de prijs lager is dan 75% zijn er aanvullende voorwaarden. Het is dan verplicht om een exploitatieplicht van 7 jaar op te nemen en een winstdeling voor de duur van 30 jaar na overdracht voor uitponding na het 7^e exploitatiejaar. Uit de praktijk blijkt dat geen enkele private partij een winstdeling van 30 jaar wenst te accepteren. De exploitatieplicht daarentegen is voor private partijen geen belemmering. Het beoogde doel van de Minister voor de circulaire en specifiek de exploitatieplicht en de winstdeling is om speculatie (weglekken maatschappelijk vermogen) van de aan en verkoop van corporatiewoningen te voorkomen. De eis dat er in beginsel sprake moet zijn van een positieve zienswijze van betrokken gemeenten kan bij de verkoop van een grote portefeuille of meerdere complexen in verschillende gemeentes een onneembare barrière worden. Er is een gerede kans dat een enkele gemeente geen positieve zienswijze afgeeft.

In samenhang met het vorige punt speelt ook dat gemeenten achtervang zijn voor de, door de WSW geborgde, leningen. Het risico bestaat dat de gemeenten bij de corporaties eisen dat zij,

bij verkoop van haar woningbezit in de betreffende gemeente, haar leningen aflost. Gedeeltelijk hebben deze leningen een negatieve marktwaarde.

Financiële effecten verkoopregels

Indien de 7 jaar exploitatieplicht en de 30 jaar winstdelingsregeling op een aantal willekeurige sociale huurcomplexen wordt toegepast dan hebben deze verkoopregels behoorlijke negatieve consequenties in de verkoopprijs of de verkoopwaarde (marktwaarde in verhuurde staat).

2.3 Doelstellingen Institutionele beleggers

De belangrijkste doelstelling van institutionele beleggers is vermogen aan te wenden voor beleggingsdoeleinden vanuit het oogpunt om winsten te genereren ten gunste van de primaire doelstelling van de onderneming. Daarbij is het van belang om te voldoen aan de doelstellingen van de verstrekkers van het vermogen. Fundamenteel daarbij is dat de institutionele beleggers het vermogen beheren dat door de deelnemers is ingebracht. Primair doen institutionele beleggers dit door middel van hun eigen beleggingsbeleid met een rendement en – risicoverhouding. Naast vastgoed als beleggingsmiddel zijn institutionele beleggers ook actief in andere markten zoals aandelen en obligaties. Institutionele beleggers hebben in tegenstelling tot corporaties een kortere historie met vastgoed. Vastgoed kent bij de verzekeringsmaatschappijen haar oorsprong in de jaren '30 en bij pensioenfondsen is sinds de jaren '60 vastgoed als beleggingsmiddel opgenomen. Sinds deze periode zijn de institutionele beleggers zich naast aandelen en obligaties gaan concentreren op direct vastgoed (woningen, winkels en kantoren). Naast beleggingen in direct vastgoed in Nederland hebben de institutionele beleggers zich daarna ook geconcentreerd op de buitenlandse vastgoedmarkten. Na een periode van direct vastgoed wordt nu veelal belegd in indirect vastgoed en voor een groot deel in het buitenland om de portefeuille verder te diversifiëren. Sinds de jaren '90 is er meer onderscheid gekomen in het beheer van de directe vastgoedbeleggingen. c (Vlak A. L., 2008) (van Gool, 2013) (IVBN, 2011) (Keeris, 2011).

2.4 Conclusie

Corporaties hebben een omvang van 2,25 miljoen woningen. In verhouding tot de totale woningvoorraad in Nederland is dat 31%. De totale marktwaarde van het vastgoed van corporaties is ruim 242 miljard euro. Gezien het aandeel woningen in Nederland en de waarde van het vastgoed is de relevantie van dit onderzoek aangetoond.

Corporaties en institutionele beleggers hebben beide verschillende doelstellingen. Voor corporaties staan de maatschappelijke doelstellingen centraal en bij institutionele beleggers financiële economische doelstellingen zoals rendement op het geïnvesteerd vermogen. De kerntaak van de corporaties is het gericht op het bedienen van de mensen met lage inkomens of mensen die om andere redenen voorzien moeten worden in huisvesting.

De herzien woningwet is per één juli 2015 in werking getreden. Met name de scheiding van de DAEB en niet-DAEB woningen en het aanscherpen van de kerngebieden zijn de belangrijkste elementen uit de woningwet die van invloed zijn op de vastgoedsturing bij corporaties. Het is niet de verwachting dat de aanpassingen in de woningwet leiden tot grootschalige verkopen door corporaties maar tot ruil of aan/verkoopbewegingen tussen corporaties. Dit in tegenstelling tot de wens van de minister om veel corporatiewoningen aan andere marktpartijen over te laten.

De afgelopen jaren zijn gemiddeld jaarlijks 15.800 woningen door corporaties verkocht aan particulieren en beleggers. De verwachting is dat in 2014 en 2015 het aantal van 15.800 overschreden zal gaan worden vanwege de verkoopactiviteiten van Vestia en het WIF. Indien we de verkopen van Vestia en het WIF uitzonderen dan zien we een gelijk aantal verkopen als in de periode 2009 tot en met 2013. Er is dus geen sprake van een trendbreuk. Voor de verkopen zijn corporaties gebonden aan de verkoopregels zoals deze in BTIV zijn opgenomen. Met name voor de verkoop van DAEB woningen aan beleggers kunnen de verkoopregels belemmerend werken door de verplichte opname van een minimale 7-jaars termijn voor doorexplotatie en de winstdeling voor de komende 30 jaar voor koper.

3 Strategische kaders voor het verkoopbeleid

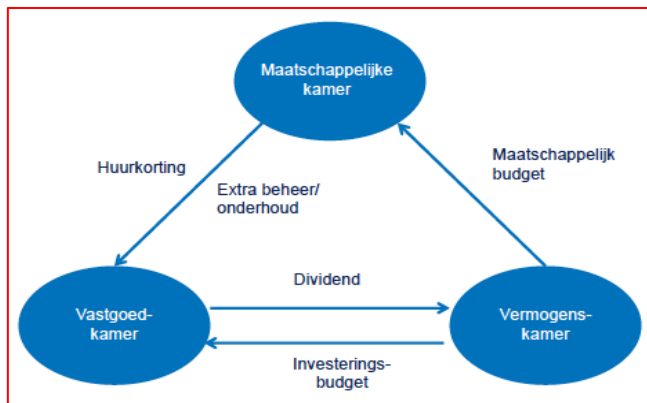
In dit onderzoek is er vanuit gegaan dat institutionele beleggers meer ervaring hebben met de aan- en verkoop van vastgoed en daarmee een geprofessionaliseerde afweging maken voor de selectie van de te verkopen complexen. Voordat de complexen geselecteerd worden voor verkoop is het van belang om te onderzoeken wat de strategische overwegingen zijn om überhaupt tot verkoop te besluiten. In onderstaande alinea's zijn de elementen die van invloed zijn bij corporaties en institutionele beleggers waarom men gaat verkopen nader beschreven. In paragraaf 3.1 zal de wijze waarop corporaties portefeuillesturing toepassen worden beschreven. Vervolgens zullen de redenen om verkoop toe te passen beschreven worden in paragraaf 3.1.1. In de daarop volgende paragrafen worden portefeuillesturing (3.2) en de redenen voor verkoop bij institutionele beleggers beschreven (3.2.1).

3.1 Corporaties

Er zijn in de loop der jaren veel procesmodellen door en voor corporaties ontwikkeld. Het sturen op vastgoedontwikkeling voor de sociale woningvoorraad staat centraal in deze procesmodellen. De modellen gaan uit van een analyse, strategieformulering en toetsing van de strategie. Sinds 1990 hebben de corporaties veel risico's (bouw, exploitatie, verkoop en sloop) op zich genomen. Corporaties zijn sindsdien zelfstandige organisaties en balanceren tussen het maatschappelijke en bedrijfsmatige spanningsveld. De rollen voor de corporaties zijn daarom sinds 1990 veel ingewikkelder geworden. Naast beheren is zorg voor de woonomgeving als economisch eigenaar toegevoegd. Corporaties zijn daardoor flink geprofessionaliseerd en er werd meer nagedacht over de toekomst van het vastgoedbezit. De veranderende marktpositie was aanleiding om te werken met een portefeuillestrategie. Inmiddels is in de loop der jaren veel onderzoek gedaan en zijn er modellen ontworpen voor het strategisch voorraadbeleid. Naast de belangrijkste elementen als voorraadsegmentatie en portefeuillieanalyses zijn ook procesmodellen, vertalingen naar waarde, onderhoud en risicomangement geprofessionaliseerd. De klassieke vorm waarbij een waarde wordt gegeven aan de strategie op product markt combinaties (PMC) of marktclusters is ook een veel gebruikte methode. De vastgoedportefeuille wordt beoordeeld op verhuurbaarheid, prijs-kwaliteitsverhouding en marktperspectief. Uit de PMC komt dan een adviesstrategie rollen. De beslissing (hold/sell) is een variant met meer dan twee dimensies; bijvoorbeeld marktperspectief in relatie tot verhuurbaarheid of economisch offer (Eskanasi, 2006) (van Os, 2007) (Nieboer, 2009).

Centraal aandachtspunt in de voorgaande strategische voorraadbeleidsmodellen is dat ze niet uitgaan van een integrale portefeuillesturing door een vooraf opgestelde strategie voor de totale vastgoedportefeuille (bijvoorbeeld een wens – streefportefeuille). Ergo, de modellen hebben in het algemeen een vertrekpunt vanuit de complexen (bottom-up) in plaats van een top-down benadering waar in eerste instantie de strategische kaders worden bepaald voor de vastgoedportefeuille door middel van een portefeuilleplan (Claessens, 2013).

Het Driekamermodel (DKM) houdt meer rekening met integrale portefeuillesturing en specifiek voor corporaties. Dit in tegenstelling tot de voorgaande modellen. Volgens het Driekamermodel (DKM) zijn er drie verantwoordelijkheden te onderscheiden in het sturingsmodel van corporaties. Dit zijn de maatschappelijke, vermogens - en vastgoedfunctie. Het DKM is een integraal strategisch sturingsconcept voor een corporatie. De drie belangrijkste basisprincipes



(effectiviteit, efficiency en financiële continuïteit) zijn ondergebracht in de afzonderlijke kamers. De kamers hebben een onderlinge samenhang en interactie. Verder zorgt het DKM voor transparantie en de legitimiteit van een corporatie. De maatschappelijke kamer gaat over de effectieve inzet van beschikbare middelen voor maatschappelijk activiteiten. Het budget voor de maatschappelijke kamer wordt door de vermogenskamer bepaald. Het budget kan daarbij

Figuur 3.1. Drie Kamer Model Conijn.

besteed worden aan huurkortingen, beheer en onderhoud, investeringen en leefbaarheid. Door de inzichtelijkheid van de verdeling van het budget en de betrokkenheid van externe belanghouders kan de effectiviteit van de maatschappelijke activiteiten beter geborgd worden. Bij de Vastgoedkamer staat het efficiënt exploiteren van het vastgoed centraal. Door inzichtelijk te maken op welke wijze indirect en direct rendement wordt gerealiseerd is het mogelijk om te benchmarken met andere corporaties. Daarnaast wordt het behaalde dividend op het rendement uitgekeerd aan de vermogenskamer. De Vermogenskamer heeft de verantwoordelijkheid om de financiële continuïteit te waarborgen door te sturen op de gewenste ontwikkeling van de kasstromen en het eigen vermogen. Daarnaast draagt de vermogenskamer bij aan de liquiditeitsontwikkeling om borgbaar te blijven voor de financieringen. De vermogenskamer bepaalt ook welke vreemd vermogen aangetrokken kan worden (leverage). Het behaalde rendement minus de rentelasten is het budget dat bestemd kan worden voor de maatschappelijke kamer en de groei op het eigen vermogen via de investeringen (vreemd vermogen) voor de vastgoedkamer. Het slagen van het DKM is sterk afhankelijk van de strategische plannen en kaders. Het DKM gaat er vanuit dat op strategisch cq portefeuilleniveau de beschikbare middelen inzichtelijk zijn voor de maatschappelijke activiteiten, de investeringen, het investeringsniveau en het benoemen van de benodigde budgetten voor de maatschappelijke kamer. Het DKM gaat er vanuit dat in de vastgoedkamer de beslissingen op tactisch niveau worden genomen ten behoeve van het managen van de exploitatie en de transformatie. Dit door te sturen op indirect en direct rendement op basis van vooraf bepaalde rendementseisen (Conijn J. , 2013).

3.1.1 Strategische overwegingen verkoop

Corporaties hebben de uitdaging om over voldoende financiële middelen te beschikken voor het realiseren van de maatschappelijke (of volkshuisvestelijke) doelstellingen. Zijn de overwegingen om te verkopen alleen financieel gedreven of staan ook andere overwegingen centraal in de verkoopbeslissingen? Voor corporaties staat het zorgdragen van een goede kwalitatieve woning voor kwetsbare doelgroepen centraal. De corporaties hanteren maatschappelijke aspecten als overweging bij het verkopen van vastgoed. In onderstaande alinea's worden de overwegingen voor verkoop door corporaties beschreven (RIGO, 2008) (Nieboer, 2009) (Schilder F. C., 2014) (Twynstra Gudde, 2012) (Neele, de Wildt, Wouters, & Massar, 2008) (Keeris, 2011).

Financiële overwegingen

Corporaties investeren veel in renovatie, herstructurering en nieuwbouw varianten. Doordat de huren worden gematigd en daardoor een beperkte inkomsten oplevert in de toekomst ten opzichte van de gedane investering, ook wel onrendabele top genoemd, dienen deze tekorten afgedekt te worden door verkopen. Daarnaast plegen corporaties veel investeringen in duurzaamheid en leefbaarheid. Voeg daar de verhuurdersheffing, passenheidsnorm, scheiding DAEB en niet-DAEB activiteiten aan toe en andere inkomsten dan huren zijn wellicht nodig. De niet-DAEB activiteiten kunnen niet meer tegen goedkopere financiering worden gefinancierd. Verkoop is een middel om liquiditeiten te genereren en de investeringen te kunnen uitvoeren. De verkoop moet meer opbrengen dan de variant waarbij de portefeuille gewoon geëxploiteerd wordt en is een gebruikte overweging van corporaties voor de verkoop.

Maatschappelijke overwegingen

Daarbij wordt gedacht aan meer differentiatie in de wijk of empowerment (keuzevrijheid, sociale stijging en emancipatiegraad) van buurten en wijken door meer particulier eigendom. Corporaties gaan er vanuit dat er meer betrokkenheid in buurten en wijken wordt gecreëerd door de sterkere betrokkenheid van eigenaren. Overigens zijn er op basis van onderzoek kritische kanttekeningen over deze effecten in de wijken en buurten (SEV, 2008). Ook de gelegenheid om starters een woning te laten kopen is een maatschappelijk argument. Ook zijn een evenwichtige verdeling van eigen woningbezit en huur een motivatie tot verkoop. Waar relatief veel huurwoningen aanwezig zijn kan vanuit maatschappelijke motieven de verkoop aan particulieren bevorderd worden. Daarnaast bevordert de verkoop van huurwoningen de doorstroming en geeft het starters meer kans op eigenwoningbezit.

Wensportefeuille

In toenemende mate moeten corporaties op strategisch niveau doelstellingen benoemen voor de toekomstige wensportefeuille. Alleen dan kan een corporatie, door het afzetten van de huidige portefeuille tegen de wensportefeuille, sturen op de ontwikkelingen van de vastgoedportefeuille. Zo wordt ook inzichtelijk wat de financiële effecten zijn van de keuzes die nodig zijn om de wensportefeuille te realiseren. Een wensportefeuille houdt rekening met de omvang, type vastgoed, betaalbaarheid, kwaliteit van het vastgoed en met omgevingskenmerken, zoals woningmarktontwikkelingen en andere economische –en demografische ontwikkelingen. De mismatch tussen de huidige vastgoedportefeuille en de

wensportefeuille leidt mogelijk tot het verkopen van complexen c.q. woningen. Zeker indien aanpassingen in het huurbeleid, exploitatielasten of investeringen niet tot de gewenste resultaten leiden (WSW, 2015) (Claessens, 2013) (Ilent, 2015).

Overige redenen

Naast financiële, maatschappelijke en portefeuille overwegingen zijn de volgende redenen ook van belang (RIGO, 2008) (Public Vision, 2010) (Aedes, 2011):

- beantwoorden aan de groeiende vraag naar koopwoningen (markt);
- consumentgericht denken, de klant een zo volledig mogelijk woonproduct; aanbieden en keuzevrijheid geven;
- perspectief bieden aan starters op de woningmarkt;
- bevorderen van de doorstroming;
- vasthouden en aantrekken van middeninkomens in de wijken/stad;
- vernieuwing van de portefeuille, aankopen compenseren en vastgoed welke niet meer goed past in de strategische portefeuille.

Over het algemeen verkopen corporaties met grote investering – en herstructureringsopgaven gemiddeld meer woningen om de onrendabele toppen te compenseren en zijn de beslissingen financieel gedreven.

3.2 Institutionele beleggers

De strategische herbezinning van vastgoedbeleggers heeft op een aantal elementen tot nieuwe inzichten geleid, zoals de verdeling van de vastgoedportefeuille naar direct en indirect vastgoed, naar soort en type vastgoed en de geografische verdeling van de vastgoedbeleggingen. De geografische allocatieverschuivingen van de afgelopen jaren door negatieve ontwikkelingen naar nieuwe locaties worden ingegeven door gebieden met een verwachte inkomens- en bevolkingsgroei (Uittenbogaard, 2013).

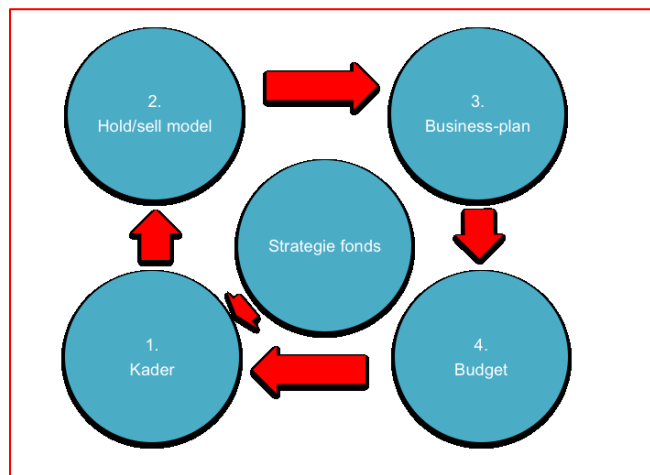
Er kan op 3 niveaus onderscheid gemaakt worden in het beleggingsbeleid, namelijk strategisch beleid, tactisch beleid en operationeel beleid. Strategisch beleid heeft een lange termijn horizon en zorgt voor een kader voor de te nemen beslissingen die op kortere termijn genomen moet worden. Daarnaast is er onderscheid te maken in diverse soorten management van vastgoed. Daarbij wordt onderscheid gemaakt in fondsmanagement (strategisch), portefeuille en assetmanagement (tactisch niveau), property management en facility management (operationeel niveau). Fondsmanagement is met name gericht op het realiseren van de doelstellingen van de onderneming of de doelstellingen van het fonds an sich. Er is sprake van een focus op lange termijn met als doel om de balans van de activa en passiva van het fonds te optimaliseren. Daarbij kan gedacht worden aan de keuze voor direct of indirect rendement en bijvoorbeeld wel of niet beurs genoteerd beleggen. Bij portefeuille- en assetmanagement gaat het vooral om het optimaliseren van de strategische positie van het vastgoed waarbij wordt ingespeeld op de vooruitzichten op basis van de te verwachte ontwikkelingen (van Gool, 2013) (Driel, 2010) (Keeris, 2011).

Bij de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) gaat men uit van een streefportefeuille op basis van historische en de te verwachte rendementen en op basis van afwijkingen met andere assets om

de juiste portefeuilemix te bepalen. Deze theorie gaat uit van een zodanige samenstelling van de portefeuille dat er een zo hoog mogelijk rendement kan worden behaald met een zo laag mogelijk of acceptabel risico. De Asset Liability Management (ALM) is een methode die veel gebruikt wordt. Bij de ALM methode gaat men uit van de verschillende verhoudingen tussen het geïnvesteerde vermogen in de verschillende assets. Op deze wijze kan op basis van een juiste rendement- en risicoverhouding voldaan worden aan de vereiste dekking van de verplichtingen (Driel, 2010) (van Gool, 2013).

Portefeuillesturing dient in samenhang uitgevoerd te worden. Naast het beschikbaar stellen van vermogen en het benoemen van de doelstellingen van de

vastgoedbeleggingen in een portefeuileplan zal ook op strategisch niveau bepaald worden welke sector allocatie men gaat toepassen. Ook spelen diversificatie strategieën, het financieringsbeleid, aan- en verkoopbeleid op strategisch niveau een belangrijke rol. Daarbij dient men rekening te houden met rendements- en risicoverhoudingen. Daarvoor is informatie op macro-economisch niveau van belang. Daarnaast is de ervaring en bestaande kennis van de organisatie en adviseurs een belangrijke inputvariabele op strategisch niveau. De



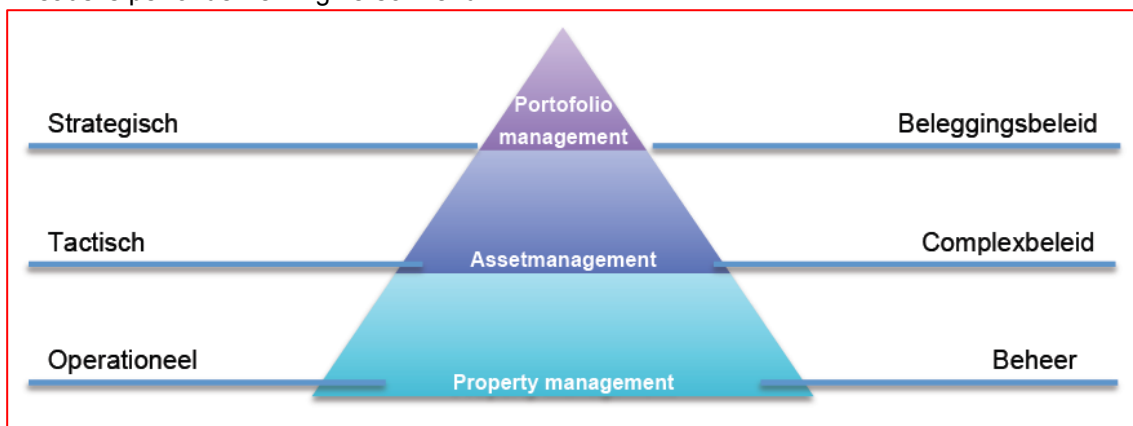
Figuur 3.2. Sturingsmodel portefeuille. (eigen bewerking)

assetmanager is eindverantwoordelijk voor het totaalrendement van de vastgoedportefeuille. Op dit niveau zijn het relatiebeheer en de rapportages gedelegeerd. Ook zal op tactisch niveau aan de hand van de performanceanalyses per complex getoetst worden aan de vastgoedbeleidsplannen versus de portefeuileplannen op strategisch niveau. Op tactisch niveau zijn dus de afwegingen per complex cruciaal. Daarbij is inzicht in de performance per complex noodzakelijk. Dit moet inzichtelijk zijn op het niveau van assetmanagement. De assetmanager zal hoofdzakelijk bezig zijn met vraagstukken die antwoord geven op de vraag welke activiteiten het rendement kunnen optimaliseren. Of hoe om te gaan met huurbeleid (huurprijzen, incentives, huurovereenkomsten), maar ook welke complexen verkocht, gerenoveerd of getransformeerd moeten worden. Voor institutionele beleggers maakt verkoop een essentieel onderdeel uit van het beleid. Ook zal veelal taxatiemanagement, aansturing van de property manager en de coördinatie van de Due diligence trajecten een verantwoordelijkheid zijn van de assetmanager (Driel, 2010) (Vermeulen, 2015) (Ruwiel, 2015) (van Gool, 2013).

Voor de afstemming tussen de Portefeuillestrategie, assetmanagement en propertymanagement wordt door middel van een jaarlijkse cyclus de portefeuileperformance besproken en beslissingen genomen voor het volgende jaar. De strategie bepaalt de kaders voor het fonds cq de portfolio. De kaders worden afgezet tegen de performance van de

vastgoedportefeuille (hold/sell model). De assetmanager levert zijn input in de hold/sell analyse. Nadat de portefeuillemanager en de assetmanager de complexen hebben beoordeeld aan de hand van de hold/sell analyse wordt een businessplan opgesteld voor het komende jaar. Aan dit plan worden de budgetten zoals bijvoorbeeld de investeringen gekoppeld (bijlage 4 verslag expertinterviews).

De experts (bijlage 4 verslag expertinterviews) en de literatuur geven aan dat commerciële vastgoedondernemingen en specifiek institutionele beleggers gebruiken maken van de bekende “piramide” voor het sturen op de vastgoedportefeuille. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen een strategisch, tactisch en operationeel niveau. De invulling van deze verschillende niveaus is per onderneming verschillend.



Figuur 3.3. Managementpiramide (eigen bewerking)

Als voorbeeld wordt genoemd (bijlage 4 verslag expertinterviews) dat er verschillen zijn in de wijze waarop een assetmanager zelfstandig beslissingen kan nemen en ruimte krijgt om het beleggingsbeleid uit te voeren. Het kan namelijk ook zo zijn dat de rollen elkaar voor een deel overlappen door bijvoorbeeld de beperkte omvang van de vastgoedportefeuille van een onderneming. In principe adviseert de assetmanager de portefeuillemanager.

3.2.1 Strategische overwegingen verkoop

Institutionele beleggers stellen op strategisch niveau de kaders voor de beleggingsportefeuille vast. Dit is een belangrijke onderdeel in de portefeuillesturing. Het portefeuillebeleid is erop gericht om via investeringen en desinvesteringen de kwaliteit van de woningportefeuille en het rendement op de langere termijn te realiseren. Dat betekent beslissen om de complexen te houden of te verkopen. Door de strategische kaders te vergelijken met de tactische performance van de complexen ontstaat een integrale sturing op het vastgoed door strategie en de resultaten te matchen. In dit hoofdstuk wordt op basis van literatuuronderzoek en expertinterviews (bijlage 4 verslag expertinterviews) in beeld gebracht welke strategische factoren van invloed zijn op de selectie van de te verkopen complexen (Keeris, 2011) (Nieboer, 2009) (Touw, 2013) (van Gool, 2013) (Driel, 2010).

Rendement

De belangrijkste strategische factor voor een institutionele belegger is het rendement en risicoprofiel. Op strategisch niveau wordt deze rendementseis bepaald. De vermogensverschaffer stelt daarbij een kader voor de return van het geïnvesteerde kapitaal. Bij het gericht sturen op het vastgoed staat het optimaliseren van het rendement – en risicoprofiel centraal. Bijvoorbeeld een vastgoedcomplex met een hoog risico kan daarmee in aanmerking komen voor verkoop. Bij verkoop van de hoge risico complexen kan het totale risico en daarmee het rendement van de portefeuille geoptimaliseerd worden. Door deze beslissing wordt dan voldaan aan het strategisch kader van het geëiste rendement voor de portefeuille. Ook complexen die een lagere rendementsscore hebben dan de rendementseisen van de portefeuille worden kritisch geanalyseerd. Door het verkopen van de vastgoedcomplexen met een laag rendement kan het effect bereikt worden dat de rendementen over de gehele portefeuille omhoog gaan. Zonder betere toekomstverwachtingen zijn deze complexen aan te merken voor verkoop. Een institutionele belegger kan met de verkoop van de complexen met lage rendementsverwachtingen door nieuwe aankopen beter rendement realiseren. Ook kan een bepaald moment van de waardeontwikkeling een factor zijn. Indien het vastgoed een hoogtepunt heeft bereikt van de waardeontwikkeling is het gunstig om te verkopen. De indirecte waarde neemt in de toekomst naar alle waarschijnlijkheid af en daardoor daalt het rendement. Daarnaast kan het voorkomen dat een geïnteresseerde koper een prijsvoorstel doet die hoger is dan de beleggingswaarde. Bij een verkoop kan dan het rendement verzilverd worden.

Geografisch en vastgoedtype

De ontwikkelingen op een locatie zijn een belangrijke factor voor het risico van het vastgoed. Zowel op buurt, wijk, gemeente, regionaal en landelijk niveau worden deze ontwikkelingen geanalyseerd. Hoe hoger de kwaliteit en/of de aantrekkelijkheid van de locatie hoe beter de mogelijkheden voor een goed rendement cq een laag risico. Dit kan door goede economische omstandigheden van de locatie, maar ook voor een gunstige verhouding van vraag en aanbod. Op strategisch niveau worden keuzes gemaakt op welke locatie of in welk type vastgoed men wil beleggen. Indien de locatie niet past in de wensportefeuille kan het om geografische redenen leiden tot het afstoten van dergelijk vastgoed. Dat geldt overigens ook voor het type c.q. segment vastgoed. Een belegger kan de streefportefeuille aanpassen op basis van het aandeel van het type vastgoed. Kortom door specifieke locaties te analyseren en het portfolio beleid daarop in te richten worden grote risico's vermeden wat een beter rendement – en risicoverhouding zal geven. Een verschuiving van het aandeel kantoren, retail, bedrijfsonroerend goed en woningen kan bijvoorbeeld ook tot een verkoopbeslissing leiden.

Diversificatie

Het spreiden van risico's door actief te zijn in verschillende locatiegebieden is van belang. Teveel volume in één gebied kan een verhoogd risico opleveren door op één locatie c.q. markt aangewezen te zijn. Veelal volgen institutionele beleggers dan ook de demografische ontwikkelingen. Bij gunstige ontwikkelingen worden gebieden aangewezen voor acquisitie en bij ongunstige ontwikkeling kan dat leiden tot verkoop.

Financiële continuïteit

Financiële continuïteit is voor institutionele beleggers ook van belang vanwege gewenste stabiliteit in de kasstromen op langere termijnen (tienjaars termijn). Er is bij voorkeur zicht op stabiliteit en een wat lager rendement dan onstabiliteit (hoge volatiliteit) in de rendementen c.q. kasstromen. Het veiligstellen van de financiering en continuïteit van de onderneming kan aanleiding zijn om vastgoed af te stoten. Bijvoorbeeld indien liquide middelen nodig zijn om een lening af te lossen of het verlagen van de schuldpositie door de verkoop van het vastgoed. Diverse commerciële vastgoedbeleggers hebben in de afgelopen jaren door de economische omstandigheden noodgedwongen vastgoedportefeuilles en/of vastgoedcomplexen moeten verkopen. Door vastgoed af te stoten kan een verbetering op het financieel resultaat van de onderneming gerealiseerd worden of schulden worden afgelost.

Standaard vernieuwing portefeuille

Beleggers hanteren ook eenvoudige vuistregels, namelijk standaard jaarlijkse vernieuwing (verkoop) van de portefeuille met 5% tot 10% (indien voldoende eigen vermogen). De gedachte bij het jaarlijks vernieuwen van de portefeuille is ingegeven om vervanging in de portefeuille op bouwjaar te realiseren. Door ieder jaar een deel van het verouderde vastgoed af te stoten wordt het rendement beter door de lagere exploitatielasten per complex en de hogere inkomsten door de kwaliteit van het complex. Overigens zal bij een gunstig investeringsklimaat de gemiddelde institutionele belegger minder geneigd zijn om vastgoed te verkopen i.v.m. met voldoende aanwendbaarheid van nieuw vermogen c.q. financieringsmogelijkheden.

Overig

De gewenste omvang van de portefeuille is van invloed op de beslissing om vastgoed af te stoten. De doelstellingen die afhankelijk zijn van een bepaalde totale gewenste volume aan vastgoed kan betekenen dat men met een gewenste groei van de vastgoedportefeuille minder geneigd is om vastgoed af te stoten. Daarnaast is stabiliteit een factor. Met name bij pensioenfondsen. Pensioenfondsen hebben lange termijn doelstellingen. Daardoor zijn pensioenfondsen minder geneigd om te reageren op korte termijn schommelingen en fluctuaties in de markt. Het gevolg is dat er minder verkoopactiviteiten plaats vinden in de portefeuille. Een strategische her-allocatie van het beleggen in direct vastgoed naar indirect vastgoed kan een factor zijn waardoor vastgoed verkocht moet worden. Door het toevoegen van een goed renderend vastgoedcomplex kan de verkoopbaarheid van een grotere portefeuille verbeteren. Uit de theorie is gebleken dat de cultuur van een organisatie een rol speelt bij het nemen van een verkoopbeslissing. Het management kan bijvoorbeeld moeilijk afstand doen van de iconen in de vastgoedportefeuille. Bovendien is het overtuigen van de beslissers niet eenvoudig op het gunstige moment van verkoop. Veelal zijn de huidige rendementen van dergelijke complexen goed.

3.3 Conclusie

In de loop der jaren is veel onderzoek gedaan en zijn er diverse modellen ontworpen voor het strategisch voorraadbeleid. Centraal aandachtspunt in de strategische voorraadbeleidsmodellen van corporaties is dat deze niet uitgaan van een integrale portefeuillesturing door een vooraf

opgestelde strategie voor de totale vastgoedportefeuille (bijvoorbeeld een wens – streefportefeuille). De modellen hebben in het algemeen een vertrekpunt vanuit de complexen (bottom-up) in plaats van een top-down benadering waar in eerste instantie de strategische kaders worden bepaald voor de vastgoedportefeuille zoals bij institutionele beleggers. Het Driekamermodel (DKM) houdt meer rekening met integrale portefeuillesturing en specifiek voor corporaties. Naast het onderscheid in de verschillende rollen is het DKM een integraal strategisch sturingsconcept voor een corporatie.

Institutionele beleggers hebben veel ervaring en zijn geprofessionaliseerde organisaties met een integrale samenhang in de sturing op de vastgoedportefeuille. Daarbij maken de institutionele beleggers duidelijk onderscheid in de rollen op strategisch (portefeuillemanagement), tactisch (assetmanagement) en operationeel (propertymanagement) niveau. Dit in tegenstelling tot de meeste modellen van corporaties. Bij institutionele beleggers worden op strategisch niveau de doelstellingen bepaald en op tactisch niveau dient invulling gegeven te worden aan de doelstellingen. De strategische doelstellingen kunnen er toe leiden dat bepaalde complexen niet meer voldoen aan de strategie en daarmee in aanmerking komen voor verkoop. Voor een verkoopbeslissing is het dus van belang dat de corporatie integrale vastgoedsturing met duidelijke strategische doelstellingen toepast.

Door literatuuronderzoek en de interviews met experts zijn de strategische overwegingen om over te gaan tot verkoop onderzocht onder corporaties en institutionele beleggers. In figuur 3.4 zijn de verschillende overwegingen samengevat.

Institutionele overwegingen	Overwegingen corporaties
Laag rendement - hoog risico	Financiële overwegingen
Geen fit op geografisch en vastgoedtype	
Gewenste diversificatie	Inkomsten voor investeringen Aflossen schulden/leningen
Financiële continuïteit	Maatschappelijke overwegingen
Liquiditeit Aflossen schulden/leningen	
Standaard vernieuwing portefeuille	
Veroudering	Differentiatie in de wijk Empowerment Balans koop en huur in wijk Bevordering eigen woningbezit Bevordering doorstroming
Overig	Kwaliteit vastgoed
Aanpassen omvang portefeuille Bevorderen verkoopbaarheid	
	Overig
	Beantwoorden marktvrage Keuzevrijheid Aantrekken en vasthouden middeninkomens herallocatie

Figuur 3.4. Overzicht strategische overwegingen institutionele beleggers en corporaties

Jaarlijks worden door middel van een plan-do-check-act cyclus de performance van de beleggingen gemeten waarbij voor institutionele beleggers de rendement- en risicoverhoudingen centraal staan. Corporaties daarentegen hebben ook een aantal maatschappelijke overwegingen. Door de verschillende doelstellingen tussen corporaties en institutionele beleggers zijn er ook verschillende factoren die leiden tot een verkoopbeslissing. Zoals differentiatie in de wijk en bijvoorbeeld het bevorderen van het eigenwoningbezit. Over het algemeen verkopen corporaties met grote investerings – en herstructureringsopgaven gemiddeld meer woningen om de onrendabele toppen te compenseren.

Institutionele beleggers zijn financieel economisch gedreven. Dat betekent dat de overwegingen voor verkoop vooral worden gebaseerd op het rendement en risicoprofiel. De vermogen-verschaffer stelt daarbij een kader voor de return van het geïnvesteerde kapitaal. Zowel in het

heden als de toekomst. Indien een complex niet bijdraagt aan het geëiste rendement dan zal een institutionele belegger afscheid nemen van een complex. Dat kan door een te hoog risico van een complex door het type vastgoed, locatie, veroudering of een lage verspreiding van het vastgoed. Ook kan het voorkomen dat institutionele beleggers vanwege de financiële continuïteit van de onderneming genoodzaakt zijn tot verkoop over te gaan. Dit komt in mindere mate voor. Alsmede ook een aantal ander overwegingen die invloed hebben op de overwegingen zoals strategische her-allocaatie of de benodigde stabiliteit in de portefeuille. Het grote verschil in de overwegingen voor verkoop tussen de institutionele beleggers en corporaties zijn de maatschappelijke overwegingen en de rendement gedreven overwegingen.

4 Hold/sell analyse

De strategische overwegingen die leiden tot een mogelijke verkoop zijn in hoofdstuk 3 nader toegelicht. Vervolgens wordt in dit hoofdstuk de wijze waarop de selectie plaats vindt van de te verkopen complexen nader onderzocht. Oftwel welke factoren zijn op tactisch niveau van invloed op de verkoopbeslissing?. Daarvoor is inzicht in deze factoren nodig. Voor het onderzoek is als referentiekader de methode van de institutionele belegger van de complexselectie op tactisch niveau gehanteerd. Gezien de verschillende doelstellingen van de institutionele belegger en de corporatie zijn door middel van expertinterviews de maatschappelijke factoren toegevoegd. De praktijk analyse zal moeten uitwijzen of de factoren die onderzocht zijn vanuit het referentiekader van de institutionele beleggers ook gehanteerd worden door corporaties bij de keuze van de complexen voor de verkoop. Voordat wordt beschreven welke factoren institutionele beleggers op tactisch niveau hanteren om een complex te selecteren voor verkoop is het van belang om de gehanteerde werkwijze, ook wel bekend als de hold/sell analyse, te beschrijven. In paragraaf 4.1 wordt de werking van de hold/sell analyse nader toegelicht. In paragraaf 4.2 zijn de tactische factoren die van invloed zijn op de complexselectie bij institutionele beleggers voor de te verkopen complexen onderzocht en beschreven. In Hoofdstuk 4.2.2 zijn de maatschappelijke factoren die bij corporaties van invloed zijn op de complexselectie aangevuld. In hoofdstuk 4.3 wordt op basis van theoretisch onderzoek de tactische factoren die van invloed zijn op de complexselectie samengevat.

4.1 Werking hold/sell analyse

Nadat de strategische doelstellingen zijn bepaald en vertaald in een portfolioplan moeten deze afgezet worden tegen de performance van de complexen. Dit gebeurt bij institutionele beleggers door middel van een hold/sell analyse. Aan de hand van een hold/sell analyse bepaalt een institutionele belegger welke complexen te consolideren, welke investeringen noodzakelijk zijn en welke complexen voor verkoop in aanmerking komen (van Gool, 2013) (Vermeulen, 2015) (Vlak, 2008). Voor de juiste afweging is het van belang om op basis van diverse scenario's een keuze te maken. Op deze wijze worden de verschillende factoren die van invloed zijn op de toekomst van een complex goed zichtbaar (Driel, 2010) (Keeris, 2011).

4.1.1 Opbouw performance

Het hold/sell model is een analyse tool die in de praktijk wordt toegepast om de performance van de kwaliteit in relatie tot de portefeuillestrategie te meten. Veelal wordt in de praktijk de kwaliteit van de portefeuille (portefeuillescore) afgezet tegen het rendement of wordt het geëist rendement vergeleken met de huidige rendementen van de complexen. Het geëist rendement komt voort uit de doelstellingen (strategisch) van het portfolioplan. De portefeuillescore wordt opgebouwd uit allerlei kenmerken die van invloed zijn op de kwaliteit van een complex in relatie tot de strategische doelstellingen. Ten behoeve van het complex worden de huidige en toekomstig kenmerken gemeten door middel van een score, zoals bijvoorbeeld parkeergelegenheid, voorzieningen, bereikbaarheid, energielabel, bouwjaar, economische groei, etc . Alle onderliggende kenmerken van het complex krijgen een bepaalde score. Deze

scores worden ingegeven door de kwantitatieve gegevens (zowel huidige als historische performance) en kwalitatieve gegevens (subjectief en inbreng assetmanager). Zo ontstaat per object een gemeten beeld in relatie tot de portefeuillestrategie. Nadat de factoren zijn bepaald die worden opgenomen in de performance metingen van de complexen is het van belang om de scores en gewingen per factor te bepalen. De score per factor wordt bijvoorbeeld weergegeven met een score van 1 t/m 5, waarbij score 1 slecht is en score 5 uitstekend. Per factor worden deze scores percentagegewijs gewogen ten opzichte van alle factoren. De wijze voor de bepaling van de scores en gewingen verschilt per institutionele belegger. De totaalscore van de verschillende factoren worden gewogen. In figuur 4.1 is een voorbeeld opgenomen van de gewingen van de scores.

Markt	25%		
Portefeuille	15%		
Risico's	10%		
Kenmerken object	20%		
Assetmanagers	30%		
	100%	40% structuur	
		60% object	30% kwalitatief
			30% kwantitatief

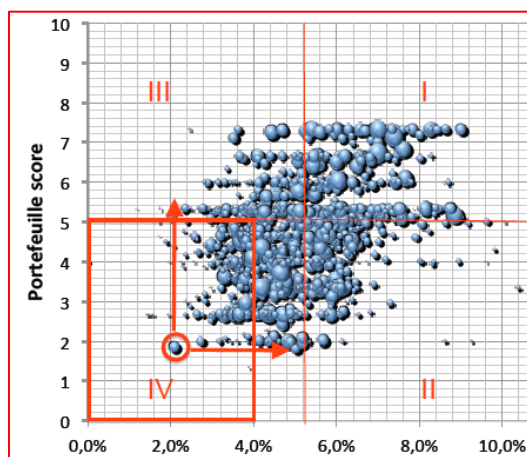
Figuur 4.1. Voorbeeldoverzicht gewingen per factor (eigen bewerking).

In dit voorbeeld wordt de totaalweging 40% bepaald door structuurfactoren (markt en portefeuille) en 60% door complex specifieke factoren (risico's, kenmerken object, oordeel assetmanager). Hoe beter de kenmerken van het object in relatie tot de portefeuillestrategie hoe hoger de score. Op deze wijze wordt gemeten hoe een specifiek complex past binnen de portefeuillestrategie (Touw, 2013) (bijlage 4 verslag expertinterviews).

4.1.2 Inzicht performance versus portefeuillestrategie

Voor een nader inzicht in de portefeuille maken institutionele beleggers gebruik van het kwadrantenmodel. Dit model helpt vastgoedbeleggers om meer inzicht te krijgen in de performance van de vastgoedportefeuille ten opzichte van de portefeuillestrategie.

In figuur 4.2 is dit kwadrantenmodel toegepast op een vastgoedportefeuille (elke blauwe bol vertegenwoordigt een complex woningen). Institutionele beleggers maken voor het inzicht in de performance van de complexen gebruik van dergelijke 2 of 4-assige matrixen.



Figuur 4.2. Toepassing kwadrantenmodel op een vastgoedportefeuille (Eigen bewerking).

De vastgoedportefeuille wordt op deze manier in 4 categorieën inzichtelijk gemaakt. In figuur 4.2 is de vastgoedportefeuille afgezet tegen het rendement van het betreffende complex versus de portefeuillescore van het complex. Zo is in één overzichtelijke matrix de scoreverdeling van

de portefeuille weergegeven. Stel dat een rendementseis van minimaal 4% en een minimale kwalitatieve score van 5 als uitgangspunt dient dan betekent dit dat de complexen in het kwadrant IV en specifiek het rood omliggende deel in aanmerking komen voor verkoop. Van belang is om per complex na te gaan of er in de toekomst nog mogelijkheden zijn om de kwaliteit van het complex te verbeteren (hogere portefeuillescore) of dat er nog rendementverbeteringen mogelijk zijn. Indien beide niet tot verbeteringen op de portefeuillescore en/of rendementsscore leiden zal afscheid van het complex genomen worden. In kwadrant II speelt de afweging of met de huidige kwaliteit de goede rendementen in de toekomst nog gerealiseerd gaan worden. In kwadrant III wordt bekeken hoe men de performance op rendement kan verbeteren door bijvoorbeeld het optimaliseren van de huurinkomsten en/of het verlagen van de exploitatielasten. In kwadrant I is de kwaliteitsscore van het complex en het rendement goed. Ideaal gezien zou een institutionele belegger de gehele vastgoedportefeuille qua performance in kwadrant 1 willen zien.

4.2 Tactische factoren

In hoofdstuk 4.1 is de werking van de hold/sell analyse nader onderzocht en beschreven. Institutionele beleggers hanteren deze analyse om de performance van de complexen inzichtelijk te maken in relatie tot de portefeuillestrategie. Daarmee zijn de factoren die onderdeel zijn van de performance indirect ook factoren die van invloed zijn op de complexselectie voor verkoop. Immers kan een lage score van een complex zoals de portefeuillescore leiden tot een complexselectie voor verkoop. Daarom is het van belang om de factoren die worden gehanteerd voor de hold/sell analyse nader te onderzoeken. In de onderstaande hoofdstukken 4.2.1 en 4.2.2 worden de financiële – economisch en maatschappelijke factoren beschreven.

4.2.1 Financieel – economische factoren

Op tactisch niveau wordt door institutionele beleggers onderscheid gemaakt in twee hoofdniveaus, namelijk factoren welke zijn te relateren aan het complex c.q. object en structuur factoren. Zoals bijvoorbeeld macro economische omstandigheden en het beschikbare aanbod in de markt van investeerders en gebruikers. De verzameling van deze gegevens worden vaak geleverd door researchteams en finance and riskmanagement. De complex c.q. objectgerelateerde factoren zijn risico, object-specifieke kenmerken en de visie van de assetmanagers (Vlak, 2008) (van Gool, 2013) (Touw, 2013) (Neele, de Wildt, Wouters, & Massar, 2008) (Keeris, 2011) (Driel, 2010) (bijlage 4 verslag expertinterviews).

4.2.1.1 Structuurfactoren

Structuurfactoren bestaan uit twee invalshoeken, namelijk markt en portefeuilfactoren. De marktfactoren hebben betrekking op macro economische elementen die van invloed zijn op de vraag en aanbodverhoudingen van het type vastgoed. Institutionele beleggers onderscheiden daarin een zestal factoren, namelijk woningtekort, huishoudengroei, dynamiek, economische groei, inkomensontwikkeling en leefbaarheid.

De portefeuilfactoren hebben betrekking op de geografische ligging. Vanuit de strategische kaders is een voorkeur aangegeven voor de investeringsgebieden. De toekomstperspectieven

van de steden en dorpen (groei of krimp) zijn belangrijke elementen voor de kwaliteit van de locatie. De informatie vanuit de marktfactoren hebben daarbij een ondersteunende rol. Voor de vertaling naar de hold/sell analyse worden de complexen beoordeeld aan de hand van de ligging versus de gewenste investeringsgebieden.

De complexen binnen de beoogde investeringsgebieden scoren dan goed en gebieden waar de institutionele belegger niet meer actief wilt zijn scoren slecht. Overigens is het afhankelijk van de snelheid waarmee de institutionele belegger de strategische kaders wilt doorvoeren en dus hoe dwingend de geografische scores worden opgenomen en daarmee een dominante karakter hebben in de hold/sell analyse. Er kan gekozen worden voor een directe verkoop van alle complexen buiten de allocatie (her-allocatie) of dat de institutionele belegger de geografische fit voor een deel laten meewegen in de hold/sell analyse en daarmee voor de herallocatie afhankelijk is van meerdere factoren op tactisch niveau.

4.2.1.2 Complex – of objectspecifieke factoren

De objectspecifieke factoren zijn in 3 invalshoeken onder te verdelen waarvan twee worden ingegeven door de historische c.q. huidige resultaten. De derde invalshoek, de rol van de assetmanager, moet meer inzicht geven in de toekomstige verwachtingen van het complex.

Risico

Het eerste niveau is risico. Risico kan zich vertalen in de exploitatielasten, leegstand en de mutatiegraad. Hoe groter de kans dat de exploitatiekosten in de toekomst stijgen of daadwerkelijk worden verwacht hoe hoger het risico. De exploitatiekosten kunnen bijvoorbeeld bestaan uit zakelijke lasten, verhuurdersheffing en onderhoudslasten. De onderhoudslasten bestaan uit planmatig, mutatie, reparatie en contractonderhoud. Investerings worden niet gezien als onderhoudslasten maar uitgaven waarvan positieve inkomsten tegenover moeten staan. Daarnaast zijn de historische leegstandscijfers een goede parameter om eventuele risico's van de verhuurbaarheid of ander locatiemarkten inzichtelijk te maken. De mutatiegraad geeft inzicht in de snelheid waarop de huurpotentie en de verkoop gerealiseerd kan worden. Daarnaast kan een hoge mutatiegraad een signaal zijn van knelpunten in een complex en/of wijk/buurt vanwege leefbaarheidsproblemen of de kwaliteit van het object.

Huidige objectspecifieke kenmerken

Het tweede niveau betreft de specifieke kenmerken van het object op basis van de huidige en historische resultaten. Het tweede niveau kent een vijftal elementen, namelijk huurpotentie, huurdersbestand, leegstandscijfers, energielabel en type/leeftijd.

De huurpotentie heeft betrekking op de huidige contractuur versus de mogelijk markt huur die bij mutatie gevraagd kan worden. Het verschil tussen de huidige contractuur en de markthuur laat zich vertalen in de huurpotentie. Het huurdersbestand heeft betrekking op de kwaliteit van de huurdebiteuren. Hoe hoger de huurdering of de hoeveelheid betalingsachterstanden hoe groter het risico op de huurinkomstestroom. Leegstandscijfers hebben betrekking op de verhuurbaarheid en het energielabel op de energetische en bouwkwaliteit van het complex (duurzaamheid). Het type en de leeftijd hebben vooral te maken het bouwjaar en het type product zoals EGW en MGW. Hoe beter het type en hoe jonger het vastgoed hoe beter de score is van een dergelijk complex. Door veroudering van het vastgoed kunnen de hoge

onderhoudslasten, hoge investeringen en specifieke duurzaamheidsaspecten een nadelige rol spelen in het rendement van het complex.

Assetmanager toekomstige objectspecifieke kenmerken

In de hold/sell analyse kunnen de assetmanagers nog specifieke kenmerken beoordelen en van een score voorzien (derde niveau). Dit zijn elementen die met name zich niet laten uitdrukken in de huidige en historische resultanten van een specifiek complex. De assetmanager zou moeten beschikken over specifieke kennis van het complex. Dit meer "subjectieve" en kwalitatieve onderdeel wordt meegenomen in de beoordeling voor de hold/sell analyse. De elementen die de assetmanager kan ingeven hebben zes punten.

De assetmanager moet beoordelen of de courantheid van de verhuur en de verkoop (uitponding) positief of negatief scoort. De courantheid van verkoop zal zich vertalen in de transactieprijsontwikkelingen, verkoopmogelijkheden en de verkoopsnelheid.

Op de vraag of verkoopbaarheid een integraal onderdeel uitmaakt van de hold/sell analyse zijn de experts van mening dat dit geen factor is die van grote invloed is op de besluitvorming. Soms wordt een mening gevraagd (veelal achteraf) aan de verkoopmanager, maar veelal is het een beslissing die door de assetmanager in overleg met de portefeuillemanager wordt genomen. De courantheid voor de verhuur hangt samen met leegstandsduur, aantal leegstaande woningen, de reactie en acceptatiegraad en de maximale markthuur. Daarnaast worden in samenspraak met propertymanagement de onderhoudsbudgetten afgestemd voordat de assetmanager de score voor de technische kwaliteit beoordeelt. Bij hoge technische ingrepen zal de assetmanager lage scores geven. Met name de specifieke locatiekwaliteit en perspectieven worden door de assetmanager ingegeven (subjectieve en kwalitatieve informatie). De kwaliteit van de locatie kan in diverse categorieën verdeeld worden, namelijk de gebruikers, beleving en toekomstpotentieel. Het algemene imago van de publieke opinie op een provincie, stad, gemeente, wijk of buurtniveau speelt een belangrijke factor voor de locatiekwaliteit. Ook een specifiek karakter van een complex kan als element opgenomen worden. Overigens zijn dit elementen met een subjectieve beoordeling. In een eerder onderdeel wordt ook de huurpotentie benoemd. Op dit niveau geeft de assetmanager door middel van een score aan of de potentie van de huren op basis van de kenmerken van het object in de praktijk ook realiseerbaar zijn.

4.2.2 Maatschappelijke factoren

In paragraaf 4.1.2 is beschreven welke factoren van invloed zijn op de complexselectie voor de te verkopen complexen door institutionele beleggers. Literatuur geeft nauwelijks inzicht in de factoren die van invloed zijn op de totstandkoming van de complexen die worden geselecteerd voor verkoop door corporaties. In hoofdstuk 3.1.1 is uitgebreid beschreven wat de redenen zijn om vastgoed te verkopen door corporaties. Nu rijst de vraag hoe corporaties de complexen die voor verkoop worden aangemerkt selecteren. Corporaties hebben naast de doelstelling het zorgen dragen voor de financiële continuïteit ook maatschappelijke (of volkshuisvestelijke) doelstellingen. Dat betekent dat voor het selecteren van de juiste complexen voor verkoop naast de financiële en economische factoren ook de maatschappelijke factoren meegewogen

moeten worden in de hold/sell analyse. In onderstaande alinea's zijn de belangrijkste maatschappelijke factoren die een rol spelen in de hold/sell analyse benoemd.

Betaalbaarheid

Voor het huisvesten van de primaire doelgroep is het van belang om voldoende voorraad beschikbaar te houden. Veel complexen en woningen worden afgetopt tot een bepaald huurniveau voor deze doelgroep. Ondanks de lagere rendementen doordat de huren naar beneden worden bijgesteld ten opzicht van de mogelijke markthuur zonder aftopping zal een corporatie de aftopping zien als een maatschappelijke bijdrage. Mits de betaalbare voorraad ook gehuurd wordt door de beoogde doelgroep. Op dit punt zal een corporatie maatschappelijk een bijdrage willen leveren, een lager financieel rendement realiseren en toch het complex willen behouden. In principe zouden de niet-DAEB woningen, waarvan ook het rendement lager is dan het geëist rendement, voor verkoop in aanmerking kunnen komen.

Opgave in de wijk

Daarbij wordt gedacht aan meer differentiatie in de wijk of empowerment (keuzevrijheid, sociale stijging en emancipatiegraad) van buurten en wijken door meer particulier eigendom of duurdere huurwoningen. Ondanks een laag financieel rendement kan een dure huurwoning of een koopwoning met een lagere transactieprijs dan verwacht een maatschappelijke bijdrage leveren. Dit kan een reden zijn om een complex te behouden in plaats van te verkopen wanneer het historisch en toekomstig rendement lager is dan het geëiste rendement. Corporaties gaan er vanuit dat er meer betrokkenheid in buurten en wijken wordt gecreëerd door de sterkere betrokkenheid van eigenaren. Ook de gelegenheid om starters een woning te laten kopen is een maatschappelijk argument. Een evenwichtige verdeling van eigen woningbezit van huur en eigenwoningbezit kan een reden zijn voor verkoop.

Geografisch en type vastgoed

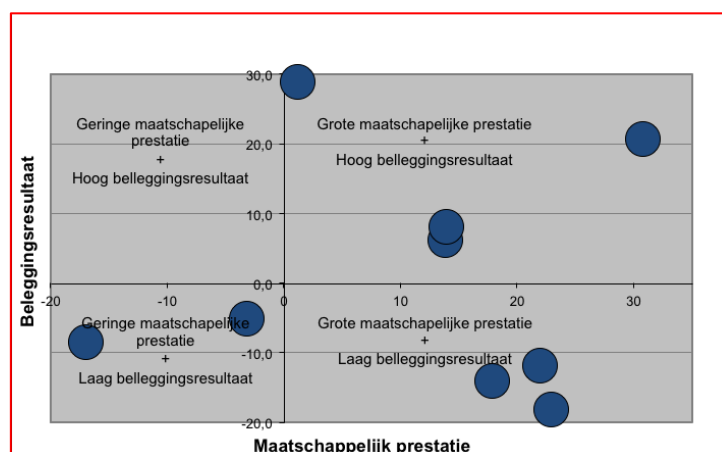
Corporaties zijn meestal lokaal gebonden aan een bepaalde gemeente of kerngebied. Voor landelijke corporaties is dat anders. Zeker gezien de nieuwe woningwet zal het benoemen van de kerngebieden een belangrijke opgave zijn. Dit moet in principe op strategisch niveau plaats vinden. In de hold/sell analyse zal dan een specifiek complex beoordeeld moeten worden aan de "fit" van de locatie van het complex. Dat is ook van toepassing op het type product. De corporaties worden geacht zich te concentreren op de kerntaken. Niet-DAEB activiteiten en specifiek voor niet woningen dienen in de hold/sell analyse meegewogen te worden. Ook hier is het van belang om vooraf strategische kaders te benoemen.

Afspraken stakeholders

Corporaties zijn verplicht om prestatieafspraken te maken met gemeentes. De gemeente is een belangrijke maatschappelijke stakeholder. Deze afspraken kunnen ertoe leiden dat ondanks een laag financieel rendement een corporatie besluit om het complex bij onvoldoende financieel perspectief niet te verkopen. Overigens kunnen dit ook afspraken zijn met het Rijk en de provincies en in sommige gevallen huurdersorganisaties.

4.2.2.1 Performance

Ook de maatschappelijke prestaties moeten beoordeeld worden aan de hand van een score c.q. meetbaar gemaakt worden ten opzichte van de portefeuillestrategie. Afhankelijk van de strategische maatschappelijke doelstellingen. Een voorbeeld daarvan kan zijn betaalbaarheid. Een corporatie heeft in haar strategie opgenomen dat de portefeuille niet mag bestaan uit huurwoningen met een huur van hoger dan gemiddeld € 900,- per woning in een complex. Indien een complex een hogere gemiddelde huuropbrengst heeft dan € 900,- of het financieel offer voor de maatschappelijke prestatie (huren verlagen) te groot is dan zal een complex met dergelijke huren een lage score meten in de performance (geringe maatschappelijke prestatie). Indien deze hoge huren ook op financieel rendement (beleggingsresultaat) niet bijdraagt aan de portefeuillestrategie dan kan er sprake zijn van een verkoop. Zo kan bijvoorbeeld ook het belang van de corporatie voor de opgave in de wijk als weging opgenomen worden. Maar ook voor de afspraken met stakeholders. Dit is per corporatie afhankelijk van de gewenste maatschappelijke bijdrage per factor.



Figuur 4.3. Kwadrantenmodel met maatschappelijke prestaties. (Amwoco, 2015)

In figuur 4.3 is een overzicht wat de uitkomsten kunnen zijn van een corporatie waarbij het financieel rendement wordt afgezet tegen de maatschappelijke prestatie. Zo is voor de vastgoedportefeuille inzichtelijk welke complexen niet bijdragen aan financieel en maatschappelijk rendement ten opzichte van de portefeuillestrategie. Bij onvoldoende toekomstperspectief zal dit in principe de verkoopvijver moeten zijn.

4.3 Conclusie

Nadat de strategische kaders zijn bepaald moeten de strategische doelstellingen afgezet worden tegen de performance van de vastgoedportefeuille. Institutionele beleggers maken daarbij gebruik van een hold/sell analyse. Een analyse om te beoordelen of complexen voor verkoop in aanmerking komen, te consolideren of dat investeringen noodzakelijk zijn. Voor een nader inzicht in de portefeuille c.q. de performance wordt gebruik gemaakt van het kwadrantenmodel. Dit model helpt vastgoedbeleggers om meer inzicht te krijgen in de performance van de vastgoedportefeuille ten opzichte van de portefeuillestrategie.

Op tactisch niveau wordt door middel van een hold/sell analyse gestuurd op de vastgoedportefeuille voor de verbetering van de resultaten ten behoeve van de strategische doelstellingen. De gehanteerde factoren van de institutionele beleggers en corporaties verschillen (maatschappelijk versus financieel / economisch. Dit komt mede door de verschillende ondernemingsdoelstellingen. Uit het theoretisch onderzoek is geconstateerd dat het onduidelijk is of en welke met name financiële/economische factoren corporaties wordt toegepast in de afwegingen voor de complexselectie voor de verkopen. Oftewel, welke factoren worden gebruikt voor de hold/sell analyse en die van invloed zijn op een verkoopbeslissing. Bij corporaties is ook onduidelijk of er een onderscheid wordt gemaakt tussen de strategische overwegingen en tactische factoren. Dit onderscheid is wel van belang voor het selecteren van de juiste complexen die in aanmerking komen voor verkoop. Op basis van literatuuronderzoek en de expertinterviews is in figuur 4.4 een overzicht weergegeven van de gehanteerde factoren die van invloed zijn op een verkoopbeslissing.

Structuur		Objectspecifiek			
<i>Markt</i>	Woningtekort	<i>Risico's</i>	Exploitatielasten	<i>Assetmanagers</i>	Courantheid huur
	Huishoudengroei		Leegstand		Courantheid uitponden
	Dynamiek		Mutatiegraad		Kwaliteit wijk
	Economische groei	<i>Kenmerken object</i>	Huurpotentie		Standing gebouw
	Inkomensontwikkeling		Huurdersbestand		Technische risico's
	Leefbaarheid		Leegstandcijfers		Huurpotentie
<i>Portefeuille</i>	Fit strategie		Energietabel	Volkshuisvestelijke bijdrage	
	Weging portefeuille		Type/leeftijd		
				Betaalbaarheid	

Tabel 4.4. Overzicht factoren op tactisch niveau (eigen bewerking)

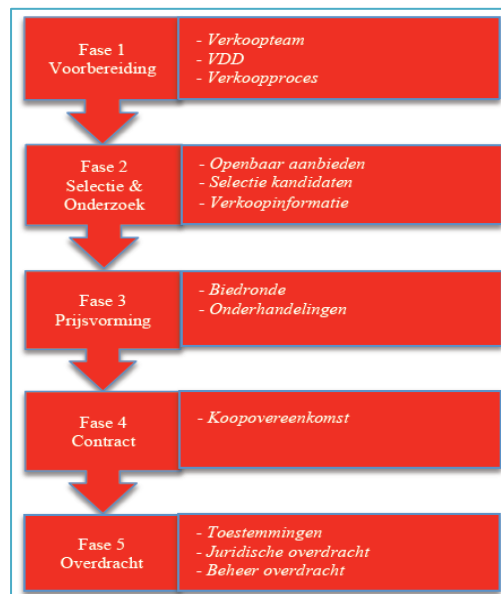
5 Verkoopmethode

5.1 Type verkoopprocessen

De wijze waarop een vastgoedeigenaar het vastgoed kan verkopen zijn in grofweg twee soorten te onderscheiden. Dat kan door middel van het verkopen van individuele objecten aan particulieren (uitponden) en complexmatig (of door middel van gehele vastgoedportefeuilles) aan professionele partijen, zoals commerciële beleggers. In de onderstaande alinea's worden beide soorten verkoopmethoden beschreven en worden de voor – en nadelen benoemd. Voor de beschrijving van de verkoopmethode is uitgegaan van de verkoop van bestaande woningen.

5.1.1 Portefeuille/ complexmatige verkoop

Het complexmatige verkoopproces is in vijf fases te onderscheiden. De eerste fase van een dergelijk proces omvat de vorming van een multidisciplinair verkoopteam dat een vendor due diligence (VDD) uitvoert, het verkoopproces vaststelt en de commerciële, technische en juridische documentatie opstelt. De tweede fase bestaat uit het gereed maken van de verkoopdocumentatie en het openbaar aanbieden. In de derde fase komt door één of meer onderhandelingsronden de definitieve verkoopprijs tot stand. In de vierde fase komt de koopovereenkomst tot stand en ter uitvoering daarvan de vijfde fase van de juridische levering en overdracht van het vastgoed aan de koper en het behalen van diverse toestemmingen.



Figuur 5.1. Complexmatig verkoopproces. Eigen bewerking.

Over het algemeen zijn er in hoofdlijnen 2 gangbare methoden van complexmatige verkoopprocessen. De meest voorkomende vorm is de rechtstreekse onderhandse verkoop tussen verkoper en koper. De tweede vorm is de competitieve methode. Overigens is er nog een derde en vierde methode maar deze komen in een zeer sporadische vorm voor, de liquidatie van een vastgoedbeleggingsinstelling en veilingverkoop (Keeris, 2011) (Capital Value, 2015). De 2 gangbare processen die worden onderscheiden zijn:

1. Onderhandse verkoopmethode. De zogenaamde één-op-één verkoop. Door directe onderhandelingen tussen verkoper en koper komen de prijs en voorwaarden waaronder de koop wordt gesloten tot stand.
2. Competitieve verkoopmethoden. Deze verkooptechniek kenmerken zich door het feit dat meerdere partijen gelijktijdig in de gelegenheid worden gesteld om deel te nemen aan een gereguleerd verkoopproces.

Voor de competitieve methode kan onderscheid gemaakt worden tussen een besloten en een openbare variant en anderzijds tussen een binding- en een non-binding variant. De verkoop kan plaats vinden door een gestructureerd en gefaseerd verkoopproces.

Bij een openbare variant staat het in beginsel iedereen vrij om deel te nemen aan de verkoop. De aankondiging van de verkoop vindt plaats door openbaar te adverteren. Bij een besloten variant worden de potentiële kopers vooraf geselecteerd en uitgenodigd. Er vindt dan een zelfselectie plaats van partijen die interesse hebben om deel te nemen. De gewenste doelgroep met serieuze en bonafide gegadigden wordt hiermee vooraf vastgesteld.

Een tweede hoofdverdeling voor een complexmatige verkoop kan worden gemaakt tussen een binding en een non-binding variant. Bij een binding procedure (besloten of openbaar) dient in één biedronde een onvoorwaardelijk en onherroepelijk bod te worden uitgebracht. Bij een non-binding procedure zijn er meerdere prijsvormingsronden. In de eerste biedronde kan een indicatief bod worden uitgebracht. Op grond van de indicatieve bieding wordt een aantal partijen geselecteerd die in een tweede ronde een onvoorwaardelijk bod kunnen uitbrengen. Een variant hierop is dat nog een derde ronde volgt, waarbij op basis van exclusiviteit met één gegadigde verder wordt onderhandeld. In de praktijk worden daarnaast allerlei tussenvormen van non-binding procedures gebruikt. Zo kan het zijn dat na de indicatieve fase al op basis van exclusiviteit met één partij verder wordt onderhandeld. In andere gevallen bestaat ook de mogelijkheid om in de indicatieve fase al een onvoorwaardelijke bieding uit te brengen.

5.1.2 Uitponden

Voor het verkoopproces aan particulieren c.q. uitponden wordt hoofdzakelijk gebruik gemaakt van twee doelgroepen. Enerzijds de zittende huurders en bij mutatie de particulier op de vrije markt. Een woning verkopen na mutatie bestaat op hoofdlijnen uit de volgende stappen (NVM, 2015):

- Stap 1 Voorbereiding te verkopen woning
- Stap 2 Uitvoeren bezichtigingen
- Stap 3 Onderzoeksfase
- Stap 4 Onderhandelingsfase
- Stap 5 Koopovereenkomstfase
- Stap 6 Fase van voorbehouden
- Stap 7 Levering
- Stap 8 Nazorg

In stap één wordt de woning verkoopklaar gemaakt, zoals adverteren, gegevens verzamelen, vraagprijs bepalen, taxeren en de woning eventueel opknappen voor verkoop. In stap twee wordt met geïnteresseerden de woning bezichtigd en worden vragen van potentiële kopers beantwoord. In fase drie kan door koper behoefte zijn aan nader onderzoek. Bouwkundige- en technische onderzoeken zijn de meeste voorkomende. In fase 4 vindt de onderhandeling tussen verkoper en koper plaats. In fase vijf wordt de uitkomst van de onderhandelingen alsmede de overige benodigde gegevens inzake aanbod en aanvaarding goed schriftelijk vastgelegd. Ook worden de mogelijke ontbindende voorwaarden als financiering, vergunningen of technische

onderdelen opgenomen worden. In fase zes worden dan de voorwaarden ingevuld. Zo niet dan leidt dit tot ontbinding. Indien de voorwaarden wel zijn nagekomen dan vindt in fase zeven de levering plaats en in fase acht eventuele nazorg.

Indien er een verkoop aan zittende huurder plaats vindt is een korter verkoopproces van toepassing. De huurder kent immers de woning, adverteren is niet nodig en het uitvoeren van bezichtigingen is minder intensief.

Corporaties kunnen gebruik maken van diverse vormen van verkoop. Er zijn vele vormen van verkopen of financieren onder voorwaarden. Er zijn veel corporaties die hun eigen variant op bekendere producten hebben ontwikkeld, zoals Te Woon van de corporatie Woonbron. Overigens is het nadeel dat het steeds moeilijker wordt om hypotheekleningen voor deze koopvormen te krijgen. Geldverstrekkers houden van uniformiteit, herkenbaarheid en weinig risico. Verkopen onder Voorwaarden is object gerelateerd en herkenbaar door de contractvorm: Koopgarant, Slimmer Kopen, Kopen naar Wens (voorheen Sociale Koop) of Koop Goedkoop. Financieren onder Voorwaarden is klantgerelateerd, herkenbaar door de hypotheekvorm: Starterslening en Starters Renteregeling (Public Vision, 2010) (Aedes, 2011).

5.2 In of outsourcen

Efficiëntie van het werkapparaat speelt een belangrijke rol bij de keuze om de verkopen intern of extern te organiseren in relatie tot de benodigde volume verkopen. Ook de termijn speelt daarbij een rol. Als het de bedoeling is om meerjarig een stevig volume van verkopen te realiseren is het verstandig om een interne afdeling op te zetten. Uitponden vereist specifieke kennis en kunde. Daarom verdient het aanbeveling om de taken niet toe te voegen aan bestaande medewerkers maar in dat geval specialisten aan te trekken.

Een corporatie kan er voor kiezen om de makelaarsactiviteiten zelf uit te voeren of uit te besteden aan externe makelaars. De corporatie heeft bij het uitbesteden van de makelaarsactiviteiten dan meer een coördinerende rol. Overigens is het voor beide manieren van belang om voldoende kennis en kunde te organiseren. Overige redenen om de makelaarsactiviteiten intern uit te voeren kan de klantrelatie zijn. Door zelf makelaarsactiviteiten uit te voeren biedt het de mogelijkheid om de klant beter te bedienen met het aanbod van de specifieke corporatie of in de dienstverlening.

Bij een externe makelaar is naast het corporatieaanbod ook het particuliere aanbod te koop. De makelaar zal in deze portefeuille acteren. Intern uitvoeren van verkopen zou wellicht een betere betrokkenheid c.q. focus opleveren bij de verkoopportefeuille. Overigens kan intern uitvoeren ook een besparing in kosten (makelaarscourtage) opleveren. Dit is wel afhankelijk van het aantal verkopen. Outsourcen kan voordelig zijn als er flexibiliteit c.q. onregelmatige aantallen verkopen van toepassing zijn. Bij een landelijke corporatie met een grote verspreiding van het vastgoed verdient het niet de aanbeveling om zelf te maken vanwege de afstanden en de benodigde kennis per woningmarktgebied. Ook de onmogelijkheid om voldoende kennis en kunde in huis te halen per woningmarktgebied en daardoor genoodzaakt zijn om terug te vallen op externe expertise kan een argument zijn.

Gezien de benodigde onafhankelijkheid en transparantie is het voor corporaties verstandig om dit extern te laten uitvoeren door taxateurs. Zo wordt ook het onderscheid gemaakt tussen verkoop en waardering.

5.3 Voor – en nadelen complexmatige verkoop en uitponden

Complexmatige verkoop

Voor een succesvolle complexmatige verkoop is het van belang dat er sprake is van meerdere gegadigden die belangstelling hebben voor de acquisitie. Door de concurrentiedruk is de onderhandelingspositie voor de verkoper sterker waardoor een betere prijs en voorwaarden bedongen kunnen worden. Complexmatige verkoop heeft als voordeel dat in relatief kort tijdsbestek grotere volumes verkocht kunnen worden, zowel in aantallen als qua prijs. Dit kan van belang zijn als partijen in een kort tijdsbestek invulling willen geven aan de strategische heroriëntatie van de streefportefeuille. Ook kunnen dergelijke volumes interessant zijn als partijen op korte termijn de financiële continuïteit van de onderneming moeten verbeteren. Door middel van complexmatige verkoop is het bij een succesvolle verkoop mogelijk om snel liquide middelen te vergaren voor bijvoorbeeld het aflossen van schulden of anderszins. Voor corporaties geldt dat zij onervaren zijn met complexmatige verkopen. Complexmatige verkopen vinden vooral plaats aan professionele vastgoedbeleggers. Commerciële vastgoedbeleggers zijn daarentegen meer ervaren waardoor er mogelijk een kennisvoorsprong is in het proces die benut kan worden in het nadeel van de corporaties. Voor het complexmatige verkoopproces zal een verkoopteam worden gevormd. Naast vertegenwoordigers van de corporatie nemen hier meestal een aantal externe adviseurs in plaats. In de meeste gevallen betreft dit een notaris, fiscalist, makelaar, milieuadviseur en technisch adviseur. De kosten voor de adviseurs kunnen per complexmatige verkoop behoorlijk oplopen. Daarnaast vergt de voorbereiding, ook wel vendor due diligence (VDD) genoemd, van een complexmatige verkoop een intensieve voorbereidingsfase waarbij alle facetten van het vastgoed in beeld gebracht moeten worden. Het doel van de vendor due diligence is er op gericht een complete verkoopdocumentatie te kunnen opstellen. Voorts kunnen problemen of onzekerheden weggenomen worden. Deze leiden immers tot een lagere verkoopopbrengst en/of aansprakelijkheidstellingen achteraf indien men dat niet aan de voorkant goed organiseert.

Het nadeel bij complexmatige verkoop kan zijn dat het vastgoedproduct of de gewenste verkoopportefeuille op basis van de aard van het vastgoed, kwantiteit, kwaliteit en ligging niet aantrekkelijk is voor een grote groep beleggers teneinde de hoogst mogelijke opbrengst te genereren. Het ontbreken van concurrentie is per definitie ongewenst. Er kan sprake zijn van een bepaalde strategische waarde bij complexmatige verkoop. Voorbeelden daarvan zijn bepaalde emotionele aankopen voor bijvoorbeeld bijzondere complexen of vastgoed wat in de directe nabijheid al in eigendom is van de potentiële koper. Dit is voordelig in de prijsvorming voor de verkoper.

Type procedure complexmatige verkoop

In het algemeen nemen aan een openbaar proces meer gegadigden deel dan aan een besloten procedure. Het voordeel bij een openbare variant is dat een ieder die wil deelnemen aan de procedure ook deel kan nemen. Dit vormt tegelijk ook een nadeel van het openbare karakter.

Gegadigden die niet wenselijk of bonafide zijn als potentiële koper kunnen wel deelnemen aan de procedure. Bij een besloten procedure heeft de verkopende partij volledig invloed wie als gegadigde wordt uitgenodigd. Echter, als het aantal geselecteerde kandidaten te klein wordt, bestaat de kans dat de geselecteerde partijen gaan samenspannen en het biedgedrag onderling met elkaar afstemmen. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat bij de voorselectie serieuze onbekende gegadigden niet worden uitgenodigd. Tenslotte heeft de besloten methode een meer exclusief karakter. Het gebrek hieraan bij een openbare variant kan gegadigden doen besluiten af te zien van deelname. Zeker bij een gewild vastgoedproduct verdient het de absolute aanbeveling om de verkoop openbaar maar gestructureerd uit te laten voeren. Ten aanzien van een openbaar of besloten karakter kunnen in de eerste plaats verkopersmotieven een rol spelen. Met name bij corporaties is vanuit een oogpunt van maximale transparantie een openbaar proces gewenst en deels verplicht. Bij de verkoop van de woningcomplexen van corporaties zal gezien de wet – en regelgeving het proces een openbaar karakter moeten hebben. Bij pensioen- en vastgoedfondsen is een besloten procedure vaak een vereiste. Dit om dat zij bepaalde gegadigden niet willen laten deelnemen (handelaren, niet-bonafide partijen). Ten tweede kan de aard van het vastgoed een rol spelen. Indien de doelgroep voor het te verkopen vastgoed moeilijk te definiëren is, kan een openbare procedure uitkomst bieden. In de eerste plaats zijn de algemene marktomstandigheden van groot belang.

Het voordeel van een non-binding procedure is dat de verkoper snel een markttoets kan maken over de verwachte opbrengst. Anderzijds geeft een indicatieve bieding geen zekerheid over de uiteindelijke opbrengst. Gemaakte voorbehouden kunnen worden ingeroepen of de bieding wordt in een vervolgronde neerwaarts bijgesteld. Voor de gegadigde is het voordeel dat hij voor het uitbrengen van een indicatief bod nog geen uitgebreid onderzoek hoeft uit te voeren. Indien de gegadigde wordt geselecteerd voor een vervolgronde krijgt hij hiervoor gelegenheid. Hiertegenover staat dat de gegadigde die wordt geselecteerd voor een vervolgronde meer tijd krijgt om alle eventuele risico's en meerwaarde te kwantificeren, wat tot uitdrukking komt in de uiteindelijke bieding. Uiteraard dient de potentiële koper op voorhand duidelijkheid te hebben over het verloop van het verkoopproces. In de procesvoorwaarden dienen dergelijke procesregels nauwkeurig te worden vastgelegd.

In een markt waarbij de vraag het aanbod overstijgt kan een binding procedure succesvol zijn. De binding procedure is voor kopers "onvriendelijker" dan de non-binding procedure. Immers de gegadigden moeten in één biedronde hun bod zonder voorbehoud uitbrengen. In een verkopersmarkt accepteren de gegadigden dit eerder. Bij een kopersmarkt (thans het geval) willen partijen toch (bijvoorbeeld financierings-) voorbehouden bij hun bod willen maken. In een vervolgronde met meer exclusiviteit brengen zij pas hun onvoorwaardelijke bod uit. Ten tweede is van belang of sprake is van een volledig verkooptgereed product. Als dit nog niet volledig het geval is, ligt een non-binding procedure meer voor de hand. Gedurende het proces kunnen eventuele onduidelijkheden of verkoopbelemmeringen worden weggenomen. Ten slotte kunnen de uniekheid en kwaliteit van het vastgoed ook een factor van belang zijn om te kiezen voor één van beide varianten. Het voordeel voor zowel koper als verkoper bij een binding procedure ten opzichte van de non-binding procedure, is dat in een kort tijdsbestek de transactie plaatsvindt. Voorts vindt geen heronderhandeling meer plaats. Dit geeft zowel verkoper als koper zekerheid.

Nadeel is dat gegadigden die enkel met een voorbehoud kunnen bieden afvallen. Een financieringsvoorbehoud of een voorbehoud goedkeuring van een hoger orgaan kunnen bij het uitbrengen van de bieding niet worden gemaakt. Bij een te korte voorbereidingstijd voor de gegadigden worden eventuele risico's in de prijs worden verdisconteerd.

Uitponden

In vergelijking met uitponden heeft over het algemeen de complexmatige verkoop een lagere opbrengstwaarde per woning dan uitponden. De complexmatige verkooptransacties worden in verhuurde staat verkocht. De marktwaarde van de verhuurde complexen is lager dan de totale leegwaarde van het complex. De verhouding is over het algemeen is dat de marktwaarde in verhuurde staat 60%-70% is ten opzichte van de leegwaarde (100%).

Uitponden aan particulieren is een proces van lange adem. De verkoop is afhankelijk van de koopkracht van de zittende huurders en andere particulieren. Uiteraard is e.e.a. ook afhankelijk van de huurprijsniveaus, het inkomen en de mutatiegraad. Dit zijn belangrijke factoren voor de verkooppotentie en snelheid. Een hoge mutatiegraad betekent relatief veel aanbod van leegstaande woningen om te verkopen aan particulieren in de vrije markt. Maar ook met een hogere mutatiegraad vergt het jaren voordat een complex volledig is uitgepound. Bijvoorbeeld met een mutatiegraad van 10% voor een complex van 60 woningen en rekening houdend met 3% resultaat zittende huurders en één woning per jaar vanaf jaar 2 geeft een uitpondperiode van 20 jaar. Nadeel van uitponden kan zijn dat de kopers in samenwerking met de VVE niet in staat zijn om regulier onderhoud te verrichten waardoor er verloedering optreed (RIGO, 2008). Daarnaast is bij uitponden van het eerste appartement direct sprake van een Vereniging van Eigenaars (VvE). Naast het feit dat na een bepaalde tijd er sprake is van een meerderheid van particuliere eigenaren is een VvE kostenverhogend in het beheer. Tevens is er na verkoop sprake van versnippering van het eigendom. Versnipperd eigendom kan in de toekomst de wijkaanpak in de weg staan. Ook is er sprake van uitgaande kasstromen door de onderhoudsreserveringen voor de VvE.

Indien een vastgoedeigenaar overgaat tot het uitponden van een complex dan kan een toekomstige wijkaanpak de versnippering een integrale aanpak in de weg staan. Ook is bewezen dat verkoop niet altijd leidt tot een sociale stijging of een betere woonomgeving. Zeker bij lagere inkomens ontstaan knelpunten over het onderhoud van de woning.

De leencapaciteit is in de afgelopen jaren stringenter geworden. Dit betekent dat een steeds hoger inkomen nodig is om een koopwoning te kunnen kopen. Ook is een lange periode de doelstelling van banken geweest om leningen van de balans af te krijgen. De huurmogelijkheden voor bijvoorbeeld starters ook in het duurdere segment meer mogelijkheden biedt. Daartegenover kan gesteld worden dat de huurverhogingen stevig zijn en gecombineerd met de prijsdalingen van de afgelopen jaren in de koopmarkt de verschillen tussen huren en kopen kleiner zijn geworden. Dit komt ook door de lage rentetarieven waardoor de woonlasten beperkt blijven.

Het voordeel van de verkoop aan zittende huurders is dat zij bekend zijn met de woning en dat de huurders bekend zijn bij de verkoper (Aedes, 2011) (Public Vision, 2010). Daarnaast blijkt uit praktijk dat in het eerste jaar van een nieuw aangemerkt complex voor verkoop gemiddeld 3%

tot 4% besluit tot het kopen van een woning. In het tweede en volgende jaren is dit percentage zeer laag en valt terug naar tot één tot twee woningverkopten per complex per jaar. Dit aantal is uiteraard afhankelijk van de specifieke omstandigheden. In een complex met dure huurwoningen waarbij de verhouding tussen huren en kopen steeds kleiner is of wordt kan een hoger aantal verkopen gerealiseerd worden. Daarbij dient wel opgemerkt te worden dat bij teveel aanbod in een complex of straat er nadelige consequenties ontstaan, zoals doorlooptijden en negatieve prijseffecten in verband met overaanbod.

Het nadeel van de verschillende koop en financiële verkoopvormen is dat bij grote hoeveelheden er grote reserveringen ontstaan op de balans voor de terugkoopverplichtingen of andere garanties in de toekomst. Tevens is het van groot belang dat inzichtelijk is dat een bepaalde woning onder voorwaarden is verkocht om geen marktverstoring op te laten treden. De referenties van taxateurs worden bepaald op basis van historische transactiegegevens.

5.4 Keuze verkoopmethode

De keuze van de te hanteren verkoopmethodiek voor een optimaal verkoopresultaat hangt echter van een aantal factoren af. Bijvoorbeeld de huidige marktomstandigheden en de gewenste snelheid van de benodigde verkoopopbrengsten. In de volgende alinea's zijn de verschillende factoren beschreven die van invloed zijn op de keuze van de verkoopmethode uitponden of complexmatige verkoop. Indien tijd en gevolgen voor het beheer geen knelpunten zijn voor een verkopende organisatie zal men snel geneigd zijn om de uitpondvariant te verkiezen boven een complexmatige verkoop vanwege een hogere verkoopwaarde in leegstaande situatie versus de marktwaarde in verhuurde staat. Daarom is in onderstaande alinea's uitgegaan van de situatie dat uitponden de voorkeursvariant is en de mogelijke uitzonderingen daarop om tot complexmatige verkoop over te gaan zijn beschreven.

Liquiditeitsdruk

De snelheid waarmee een organisatie liquide middelen nodig heeft voor bijvoorbeeld investeringen of het aflossen van leningen speelt een dominante rol bij de keuze voor een complexmatige verkoop of uitponden. Organisaties die op korte termijn liquide middelen nodig hebben zullen overgaan tot een quick win van een complexmatige verkoop. Door middel van een complexmatige verkoop kan men grotere volumes in aantallen en daarmee hogere opbrengsten in relatief kort tijdsbestek realiseren. Uitponden heeft namelijk een langere aanlooptijd en verkooptijd nodig. Zeker bij corporaties is het niet gebruikelijk dat alle complexen met appartementen zijn gesplitst. Dat betekent een voorbereidingstijd van zes tot 12 maanden per complex. Voordat de eerste verkoopresultaten zichtbaar zijn is een periode van negen tot twaalf maanden al verstreken. Als een corporatie snel veel liquide middelen nodig heeft is ook de omvang van de verkoopvijver een aandachtspunt. Zeker indien er grotere volumes verkoopopbrengsten nodig zijn.

Tijd

Voor de verkoop van 400 woningen op jaarbasis is snel een verkoopvijver van 6.000 tot 7.000 woningen nodig (bij een mutatiegraad van 8% en een slagingskans van 75%). Voor het uitponden van alle woningen in een complex is een lange adem nodig. Het kan tientallen jaren

duren voordat door middel van uitponden alle woningen uit een complex geheel zijn verkocht. Immers is uitponden in sterke mate afhankelijk van de mutatiegraad van het complex en daarnaast kan ook bij een hoge mutatiegraad teveel aanbod van koopwoningen in een complex negatief werken op de verkoopsnelheid.

Marktomstandigheden

De marktomstandigheden hebben een grote rol in de afzetmogelijkheden. Bij een gunstige marktsituatie zijn de aankopende partijen voor complexmatige verkoop bereid om over te gaan tot investeringen. De huidige rentetarieven spelen in de huidige marktsituatie een belangrijke rol. Aangezien de rentevergoeding voor het kapitaal zeer laag is wordt door veel beleggers woningbeleggingen als interessant bevonden. Bij een goed investeringsklimaat is het gunstig voor de complexmatige verkoop als de vraag het aanbod overstijgt (huidige marktsituatie). Partijen zijn dan geneigd om de lagere rendementen te accepteren om de acquisitiedoelstellingen uit te kunnen voeren. Het kan dan voorkomen dat het verschil in verhouding tussen de leegwaarde en marktwaarde in verhuurde staat zeer klein is, bijvoorbeeld doordat de marktwaarde in verhuurde staat groter dan 80% is van de totale leegwaarde. Dit geringe verschil kan een argument zijn om niet te gaan uitponden maar dat het vanuit efficiency en financieel oogpunt wellicht verstandiger is om complexmatig te verkopen in plaats van uit te ponden. Ook dit is speelt in de huidige marktsituatie. Strategische doelstellingen c.q. eagerness van beleggers kunnen ook bovenmatige verzilvering van rendementen tot de mogelijkheden behoren. Dat is ook het geval met karakteristiek vastgoed of beleggers die graag met voldoende volume een grote stap willen zetten in een type vastgoed of woningmarktgebied. Veelal is het beste moment om te verkopen wanneer de marktwaarde zijn hoogste punt heeft bereikt. Alleen het moment bepalen wanneer de marktwaarde zijn hoogste punt heeft bereikt laat zich lastig voorspellen. Op zich is het voorspellen mogelijk (financiële doorrekeningen), maar zijn de aannames in deze doorrekeningen in de praktijk anders. Voordat men overgaat tot complexmatige verkoop is het van belang om de te verwachte verkoopprijs te toetsen (actuele taxatie of opbrengstwaarde door makelaar). Zo voorkomt men dat bij de benodigde verkoopprijs of de verwachte verkoopprijs in relatie tot de beleggingswaarde geen overbodige risico's worden genomen en er negatieve rendementen gerealiseerd worden door verkoop.

Overig

Een argument kan zijn dat voor een complexmatige verkoop geen verkooptaken structureel ingebed hoeven te worden in de organisatie. Daarnaast kan men toenemende lasten als VvE beheer, onderhoudsreserveringen en in het beheer door versnippering in eigendom voorkomen. Als de verkopende corporatie zelf niet meer kan investeren en dat aan andere (markt)partijen moet overlaten kan een complexmatige verkoop een argument zijn. Ook is dan uitponden geen optie vanwege de negatieve effecten op de verkoopbaarheid voor de complexmatige verkoop. Het momentum voor verkoop wordt gezien als moeilijk voorspelbaar. Behoudens bij gedwongen verkopen. Dit speelt ook bij corporaties. In verhouding worden sporadisch aanwijzingen gegeven door de Minister aan corporaties voor verkoop van specifieke complexen die niet tot geoorloofde kerntaken behoren. Over het algemeen kan een verkoopbeslissing zelfstandig bepaald worden.

5.5 Conclusie

De wijze waarop een vastgoedeigenaar haar vastgoed kan verkopen zijn in grofweg twee soorten te onderscheiden. Dat kan door middel van het verkopen van individuele objecten aan particulieren (uitponden) of door middel van complexmatige verkoop. Afhankelijk van de doelstellingen van de organisatie kan bij de complexmatige verkoop gebruik gemaakt worden van volledige openbare, semi openbaar of gesloten verkoopprocessen. Bij de juiste keuze en vervulling van de randvoorwaarden heeft een competitieve verkoopmethode proces- en prijsvoordelen ten opzichte van een onderhandse verkoop. Daarbij kan gebruikt worden van een binding en een non-binding procedure. Een open, objectieve en optimale prijsvorming, minimalisering van transactierisico's, controle op het verkoopproces en beperking van frauderisico's zijn voordelen die genoemd kunnen worden voor een competitieve verkoopmethode (openbaar). Een complexmatig verkoopproces bestaat op hoofdlijnen uit 5 fases voordat daadwerkelijk sprake is van een transactie. Voor het verkoopproces aan particulieren cq uitponden wordt gebruik gemaakt van hoofdzakelijk twee doelgroepen. Enerzijds de zittende huurders en bij mutatie de particulier op de vrije markt. Voor beide processen zijn de economische omstandigheden van belang. Hoe beter de economische omstandigheden hoe beter de afzetmogelijkheden. Corporaties houden bij de keuze van de verkoopmethode ook rekening met maatschappelijke factoren zoals de gewenste differentiatie en het bieden van kansen aan starters. Voor de keuze om verkoop van vastgoed door een complexmatig verkoopproces uit te voeren of door middel van uitponden is sterk afhankelijk van tijd. Indien een verkopende organisatie voldoende tijd heeft om het aangemerkte vastgoed te verkopen is financieel (hogere opbrengstwaarde per woning) het uitponden het meest aantrekkelijk. Wanneer er onvoldoende tijd is voor de verkopende organisatie is een complexmatige verkoop een goede optie. Op deze wijze kan in een relatief kort tijdsbestek grotere volumes liquiditeiten worden aangewend of versneld uitvoering gegeven worden aan de strategische heroriëntatie van de portefeuille. Overigens zijn corporaties nog onervaren met de complexmatige verkoop van het vastgoed. Voor de keuze van uitponden dient een corporatie rekening gehouden te worden met de lange doorlooptijd van de verkopen. Het kan tientallen jaren duren voordat de laatste woning in een complex is verkocht. en specifiek bij uitponden worden met versnipperd eigendom en VvE beheeractiviteiten en uitgaande kasstromen voor onderhoudsreserveringen.

6 Praktijk

6.1 Inleiding

Door het uitvoeren van praktijkonderzoek wordt getoetst op welke wijze bij verkopende corporaties de verkoopbeslissing tot stand komt. Het praktijkonderzoek heeft tot doel om te onderzoeken of de theorie overeenstemt met hetgeen werkelijk plaatsvindt (Baarda, 2012). Het praktijkonderzoek bestaat uit een gestructureerde schriftelijke online enquête. De enquête bestaat uit gesloten en open vragen en richt zich op verkopende corporaties die in 2013 minimaal 250 eenheden hebben verkocht. Er is gekozen voor een steekproef onder deze corporaties vanwege de ervaring met verkopen en verkoopbeslissingen. Voor de niet verkopende corporaties is het onduidelijk of er verkoopbeslissingen worden genomen en daarmee niet van belang voor dit onderzoek en derhalve niet opgenomen in de steekproef. In totaal zijn zeventien corporaties die ervaring hebben met verkoop in 2013 met minimaal 250 eenheden. Zij vertegenwoordigen daarmee 86% (14.327 verkopen) van het totaal aantal verkopen door corporaties in 2013 (16.700). De zeventien genoemde corporaties zijn allen integraal benaderd voor de deelname aan de enquête. Door deze groep corporaties te benaderen was de verwachting dat door de praktijkervaringen van de onderzoekseenheden (verkopende corporaties) een kwalitatieve respons werd ontvangen op de theorie. Dit blijkt in de praktijk ook het geval te zijn. De enquête is ingevuld door veertien verkopende corporaties. De veertien corporaties vertegenwoordigen in totaal 10.925 verkopen in 2013. Dat is 65% van het totaal aantal verkopen in 2013 en representatief voor deze steekproef. In 2014 vertegenwoordigen de deelgenomen corporaties in totaal 8.237 verkopen. Dat is 43% van het totaal aantal verkopen in 2014 (bijlage 2).

6.2 Opzet onderzoek

De online schriftelijke enquête, die is opgenomen als bijlage 1, is uitgevoerd in de periode van 4 september tot en met 23 september 2015. Er is gebruik gemaakt van open en gesloten open vragen. In figuur 6.1 is ten aanzien van de indeling een vertaling gemaakt van de enquête vragen naar de structuur van het theoretisch onderzoek. De indeling van de vragen van de online schriftelijke enquête zijn vanuit technische redenen in een andere volgorde opgesteld. Dit om de kwaliteit van de antwoorden en het volume van de respons te bevorderen.

Theoretisch kader	Enquête
Strategisch kader voor verkoopbeleid	Deel I. Strategische overwegingen voor het verkoopbeleid.
	Deel IV. Portefeuillesturing
Hold/sell analyse	Deel V. Factoren van invloed op de complexselectie (hold/sell analyse)
Verkoopmethoden	Deel II. Ervaringen met verkoop
	Deel III. A Toekomstverwachtingen
	Deel III. B Visie op overheidsbeleid

Figuur 6.1. Vertaling vragen enquête naar theoretisch kader.

Het eerste deel betreft vragen die betrekking hebben op de strategische overwegingen voor verkoop. Daarvoor waren 4 vragen (2 gesloten en 2 open vragen) opgenomen. Het tweede deel bestaat uit één open vraag en 6 gesloten vragen over de ervaringen met verkopen, de

gehanteerde verkoopmethode en de redenen om voor een bepaalde verkoopmethode te kiezen. In het derde deel zijn vragen gesteld over de verwachte toekomstige verkopen van de geënquêteerde corporaties. Daarnaast zijn vragen gesteld over welke verkoopmethoden de verkopende corporaties in de toekomst verwachten te hanteren. In totaal betreft dit zes gesloten vragen. Ook zijn in deel drie vragen gesteld over de effecten op de verkoopactiviteiten vanwege het overheidsbeleid (vijf gesloten vragen). In deel vier van de enquête zijn zeven gesloten vragen gesteld over integrale portefeuillesturing bij de verkopende corporaties. Het vijfde deel van de enquête zijn vragen over de factoren die van invloed zijn op de selectie van de complexen voor verkoop (twee gesloten vragen en één open vraag).

6.3 Resultaten enquête

Deel I. Strategische overwegingen voor het verkoopbeleid.

De overwegingen om over te gaan tot verkoop zijn per organisatie verschillend. In de onderstaande vragen wordt onderzocht welke overwegingen voor verkopende corporaties van toepassing zijn om over te gaan tot verkoop van vastgoed. Daarnaast wordt in dit deel van de enquête inzicht verkregen in de belangrijkheid van de verschillende overwegingen om over te gaan tot verkoop onder de verkopende corporaties.

Wat zijn de strategische overwegingen om te besluiten tot de verkoop van het vastgoed?

Strategische overwegingen	Percentage
Liquiditeiten genereren voor investeringen	71%
Geografische her-allocatie	64%
Differentiatie in de wijk	64%
Rendementsoverwegingen	57%
Liquiditeiten genereren voor aflossen schulden/leningen	57%
Overschot in Vastgoedtype	50%
Diversificatie	36%
Scheiding Daeb en niet Daeb activiteiten	29%
Bevorderen eigen woning bezit	29%
Empowerment in de wijk	21%
Veroudering vastgoed	21%
Geen	0%

Van alle onderzochte verkopende corporaties is liquiditeiten genereren (72% van de corporaties) de meest voorkomende strategische overweging om te gaan verkopen. Geografische her-allocatie en differentiatie in de wijk zijn de daarop volgend meest voorkomende overwegingen om te gaan verkopen. Rendementsoverwegingen, liquiditeiten voor het aflossen van leningen en schulden en overschot in vastgoed worden voor respectievelijk 50% en 57% van de corporaties als overweging aangegeven.

Strategische overwegingen	Niet belangrijk/niet		
	Zeer belangrijk	Belangrijk	belangrijk
Rendementsoverwegingen	4%	6%	1%
Geografische her-allocation	9%	3%	1%
Overschot in vastgoedtype	1%	7%	1%
Diversificatie	0%	4%	1%
Liquiditeiten genereren voor investeringen	7%	4%	3%
Liquiditeiten genereren voor aflossen schulden/leningen	4%	6%	1%
Scheiding in de activiteiten	3%	1%	1%
Differentiatie in de markt	3%	7%	3%
Empowerment in de markt	1%	3%	0%
Bevorderen eigen woningbezit	0%	6%	0%
Veroudering vastgoed	1%	1%	1%

Van het totaal aangegeven overwegingen op belangrijkheid is te zien dat de verkopende corporaties de geografische her-allocation (9%) als het meest belangrijk beschouwen (percentage is op basis van het aangegeven aantal per overweging gedeeld door totaal aangegeven overwegingen). Met 7% volgt liquiditeiten voor investeringen. In de categorie “belangrijk” is een grote verspreiding te zien van de verschillende overwegingen van corporaties. Overschot in vastgoed type, rendement, liquiditeiten voor schulden/leningen en bevorderen eigen woningbezit vinden de verkopende corporaties belangrijke overwegingen om over te gaan tot verkoop. De meest voorkomende overwegingen geografische her-allocation en liquiditeiten genereren voor investeringen worden ook als zeer belangrijk beschouwd. Wat verder opvalt is dat de corporaties die hebben aangegeven het bevorderen van eigen woning bezit als overweging te hanteren dit allen ook belangrijk vinden. Van de verkopende corporaties geeft 57% aan dat rendement een overweging is om over te gaan tot verkoop. Wanneer een corporatie heeft aangegeven dat rendement een belangrijke afweging is om te gaan verkopen is tevens gevraagd wanneer met een bepaald rendement tot verkoop wordt overgegaan. De keuzes waren:

- Laag maatschappelijk en laag financieel rendement
- Laag maatschappelijk en hoog financieel rendement
- Hoog maatschappelijk en laag financieel rendement
- Hoog maatschappelijk en hoog financieel rendement

Van deze corporaties hebben alle verkopende corporaties aangegeven dat laag maatschappelijk en laag financieel rendement de overweging is om over te gaan tot verkoop.

Zijn er nog andere overwegingen die van invloed zijn op de motivatie om als corporatie te gaan verkopen?

De verkopende corporaties geven nog een aantal andere motiverende overwegingen die aanleiding kunnen zijn om vastgoed te verkopen. Naast de genoemde strategische overwegingen in de vragenlijst worden ook versnelling van de strategie door complexmatige verkopen en de overweging vanuit doelgroepen zoals ouderen als aanvullende overwegingen aangegeven. Door complexverkopen kan een versnelling aangebracht worden, hetgeen leidt tot een betere positionering binnen de portefeuillematrix, zo geeft een corporatie aan. Daarnaast worden leegstaande complexen, heroriëntatie op het kernproduct en afstoten bezit dat niet

bijdraagt aan de strategische doelen aangegeven voor de aanvullende overwegingen. Ook spelen gestippelde complexen een rol vanwege meer homogene complexen en terugkoop verplichtingen.

Verwacht u dat er in de toekomst andere overwegingen gaan spelen?

Op de vraag aan de verkopende corporaties of er in de toekomst nog andere overwegingen een rol gaan spelen worden een aantal aanvullingen genoemd. Zo geven de verkopende corporaties aan dat het mogelijk afstoten van de niet-DAEB-portefeuille een overweging kan gaan worden. Volgens een corporatie verandert de maatschappij en de regelgeving. Dit vraagt om rekening te houden met de belangrijkste demografische, economische en woningmarktontwikkelingen. Ook heeft deze corporatie de verwachting dat technologische en maatschappelijke ontwikkelingen een sterkere rol gaan vervullen in het afwegingskader voor verkoop. Passend toewijzen, de huisvestingsverordening in een gemeente (nadelige verplichtingen voor een corporatie), de invloed van toezichhouders en de mogelijkheid tot het opzetten van een coöperatie voor huurders zijn als aanvullingen op de strategische overwegingen genoemd door de verkopende corporaties.

Deel II. Ervaringen met verkoop

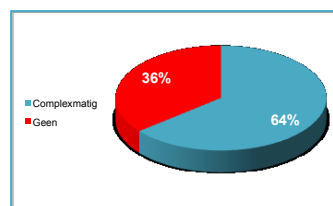
In dit van de enquête zijn vragen gesteld en antwoorden gegeven over het aantal, op basis van welke methode (uitponden of complexmatige verkoop) en aan wie de bestaande woningen (geen nieuwbouw) door de verkopende corporaties in 2014 zijn verkocht.

Hoeveel woningen heeft u corporatie verkocht in 2014?

In totaal hebben de verkopende corporaties 11.879 woningen in 2014 verkocht. De aantallen verkopen variëren van 30 tot 6.600 eenheden per corporatie. Gemiddeld worden zijn per verkopende corporatie 848 eenheden in 1014 verkocht

Hoeveel woningen in 2014 heeft u complexmatig en via uitponden verkocht?

36% van de onderzochte corporaties hebben de totale verkopen in 2014 gerealiseerd door middel van uitponden en maakten geen gebruik van complexmatige verkopen. 64% van de onderzochte corporaties maakte gebruik van complexmatige verkoop.



In totaal hebben de corporaties die enkel gebruikt gemaakt hebben van de verkoopmethode uitponden in 2014 ruim 1.900 woningen verkocht. De overige verkopende corporaties hebben gebruik gemaakt van zowel uitponden als complexmatige verkopen. Een groot deel van de onderzochte corporaties heeft in 2014 meer dan 250 eenheden verkocht (57%).

Uitponden	1 - 50	51 - 100	101 - 250	251 - 500	501 - 1000
% Corporaties	21%	7%	14%	36%	21%

Complexmatig	0	1 - 50	51 - 100	101 - 250	251 - 500	Meer dan 3000
% Corporaties	36%	14%	7%	21%	14%	7%

Indien de uw corporatie door middel van complexmatige verkoopmethode woningen in 2014 heeft verkocht, aan wie heeft u woningen verkocht?

Type Verkoop	% t.o.v. totaal complexmatige verkopen
Beleggers	89%
Corporaties	56%
Overig	33%

Van de onderzochte corporaties heeft 89% een keer vastgoed verkocht aan beleggers door middel van een complexmatig verkoopproces. Een verkoop aan een corporatie is in 56% van de verkopen een keer voorgekomen. Naast de

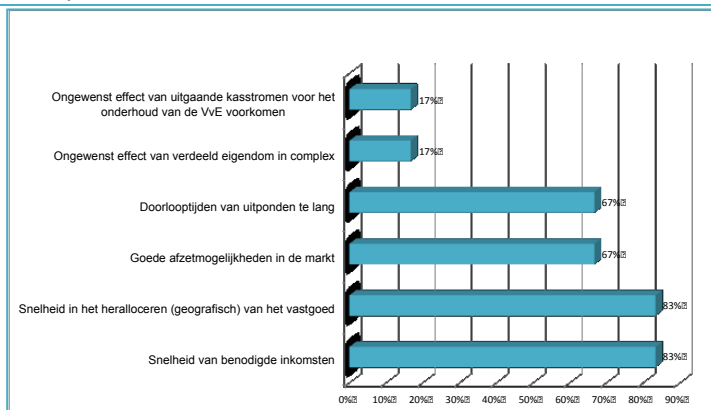
doelgroep corporaties en beleggers worden ook verkopen gerealiseerd aan projectontwikkelaars en zorginstellingen.

Op welke wijze heeft u de complexmatige verkoop in 2014 uitgevoerd?

Wijze complexmatige verkoop	Percentage
Openbare verkoop - Tender (voor iedereen toegankelijk)	67%
Openbare verkoop - Besloten (alleen op inschrijving)	11%
Onderhandse verkoop (1 op 1 verkoop)	56%
Binding (1 biedingsronde zonder open voorwaarden)	22%
Non-binding (meerdere biedingsronden met open voorwaarden)	11%
Weet niet/geen mening	11%

Overwegend maken de verkopende corporaties gebruik van een openbare verkoop via een tender (67%). De onderhandse verkoop is ook een veel gebruikte methode. Overigens heeft 67% gebruik gemaakt van meerdere verkoopmethodes. Veel van de verkopende corporaties (78%) heeft niet aangegeven of er gebruikt gemaakt is van een binding of non binding procedure. Wat verder opvalt is dat één corporatie verkocht heeft aan een belegger en aan een corporatie maar niet weet op welke wijze dat is gegaan. Daarnaast heeft een verkopende corporatie woningen verkocht een aan belegger via een besloten procedure en onderhandse verkoop.

Wat was(ren) de reden(en) om de woningen via een complexmatig verkoop in 2014 te verkopen?

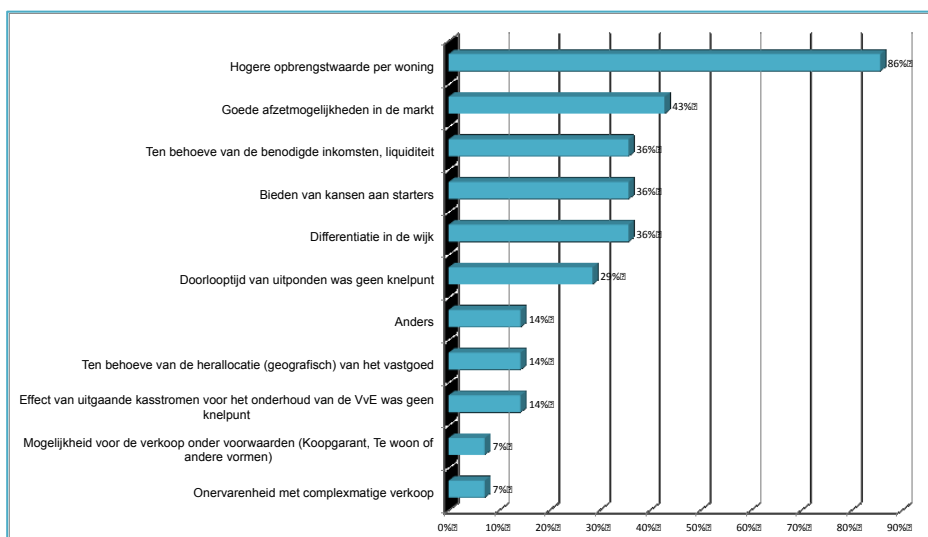


Het grootste deel van de verkopende corporaties, namelijk 83%, geeft aan dat de benodigde snelheid van de inkomsten en de her-allocatie van het vastgoed redenen zijn om via een complexmatige verkoopproces de verkopen te realiseren. De doorlooptijden van uitponden en de goede afzetmogelijkheden zijn met 67% ook redenen die meespelen. Nadelen als verdeeld eigendom en de effecten op uitgaande kasstromen zijn nauwelijks een reden om over te gaan tot complexmatige verkoop. De geënquêteerde verkopende corporaties hebben als aanvullende redenen aangegeven:

- Lage mutatiegraad van grote EGW' s
- Wens van de huurder (zorginstelling) om te herontwikkelen
- Differentiatie in de wijk
- Als resultaat van strategische keuze, eerdere afspraken
- Afstoten niet-DAEB

De aanvullingen zijn zeer divers. Zowel strategische overwegingen, tactische factoren als keuzes van verkoopmethodes lopen door elkaar heen in deze aanvullingen.

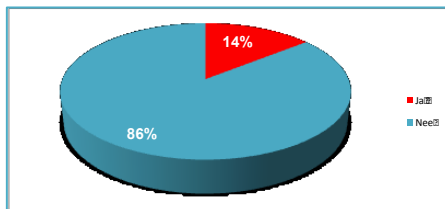
Wat was de reden om de woningen via uitponden te verkopen?



Het grootste deel van de verkopende corporaties, namelijk 86%, geeft aan dat de hogere opbrengstwaarde per woning de reden is om te kiezen voor uitponden. Met 43% is de goede afzetmogelijkheid de tweede meest voorkomende reden om over te gaan tot uitponden. Met 36% zijn het bieden van kansen aan starters, differentiatie en benodigde liquiditeiten regelmatig voorkomende redenen voor uitponden. Opvallend is het lage percentage van de reden verkoop onder voorwaarden. De geënquêteerde corporaties hebben als aanvullende redenen uitpondageschiktheid (woningen die uitgepond waren bestonden voor 95% uit EGW) en terugkoopverplichting aangegeven.

Heeft uw corporatie de voorkeur om niet te verkopen aan commerciële beleggers?

Veel gemeentelijke organisaties en ook huurders hebben liever niet dat corporaties verkopen



aan commerciële beleggers. Gemeenten vanuit de sturing op de sociale woningvoorraad en huurders vanwege de hogere huurverhogingen (zeker gezien de mogelijke hogere huurverhogingen van beleggers in het sociale huurakkoord). 14% van de verkopende corporaties heeft bezwaar tegen verkoop aan beleggers

en 86% heeft geen enkel bezwaar of een negatieve voorkeur voor de verkoop aan beleggers.

Deel III. A Toekomstverwachtingen

De volgende vragen gaan over het aantal te verwachten verkochte eenheden en aan wie de de verkopende corporatie de bestaande woningen (geen nieuwbouw) verwacht te verkopen in 2015 en 2016 tot en met 2020 en met welk percentage. Daarnaast gaan de vragen over de verkoopmethode (uitponden of complexmatige verkoop) die de verkopende corporatie verwacht te hanteren.

Hoeveel woningen verwacht u te verkopen in 2015?

De geënquêteerde corporaties verwachten in 2015 minimaal 7.600 tot maximaal 18.400 woningen te verkopen. Wat opvalt is dat één corporatie (Vestia) met respectievelijk 39% tot 49% van het aantal te verwachten verkopen in 2015 het grootste deel voor haar rekening neemt.

Hoeveel woningen verwacht u gemiddeld in 2015 te verkopen met uitponden en complexmatige verkoop?

21% van de verkopende corporaties weet nog niet op welke wijze, uitponden en/of complexmatig, de verkopen in 2015 gaan plaatsvinden. Voor de overige corporaties geldt dat verwacht wordt minimaal 2.700 tot 5.700 woningen door middel van uitponden te verkopen. Voor de complexmatige verkoop verwachten de verkopende corporaties in 2015 4.500 tot 11.800 woningen te verkopen. In 2015 is de verhouding tussen het aantal verkopen via uitponden en complexmatige verkoop in 50%-50%. Als Vestia (gezien de grote hoeveelheid complexmatige verkopen van 8.100 woningen) niet opgenomen wordt dan verschuift de verhouding naar 60% uitponden en 40% complexmatige verkopen.

Aan welke doelgroep verwacht u de complexmatige verkoop in 2015 te realiseren?

Type verkopproces 2015	Aandeel
Complexgewijze verkoop aan beleggers	56%
Complexgewijze verkoop aan corporaties	32%
Een andere doelgroep	12%
Ruilen met corporaties (betekent met "gesloten beurs")	1%

29% van de verkopende corporaties verwacht geen complexmatige verkoop in 2015 te

realiseren of heeft geen mening. Van de overige verkopende corporaties verwachten 56% een complexmatige verkoop te realiseren door verkoop aan een belegger, 32% verkoopt naar verwachting een keer aan een andere corporatie en 12% aan een andere doelgroep. Slechts 1% verwacht in 2015 een complexmatige verkoop te realiseren door middel van ruiling met corporaties.

Hoeveel woningen verwacht u gemiddeld jaarlijks te verkopen in de komende 5 jaar?

Van de geënquêteerde corporaties weet 14% nog niet hoeveel woningen zij verwacht in de komende 5 jaar jaarlijks te verkopen. Voor de overige verkopende corporaties (86%) verwachten zij in de komende 5 jaar jaarlijks tussen de 2.900 en 6.000 woningen te verkopen. Dat is gemiddeld circa 250 tot 500 woningen per corporatie.

Hoeveel woningen verwacht u in de komende 5 jaar gemiddeld jaarlijks te verkopen via uitponden?

Type	Minimaal	Maximaal	% per type minimaal	% per type maximaal
Uitponden	1.600	3.350	55%	56%
Complexmatig	1.300	2.650	45%	44%
Totaal	2.900	6.000		

Aan de verkopende corporaties is gevraagd indien zij de komende vijf jaar overgaan tot verkopen op welke wijze zij dat gaan uitvoeren (uitponden of complexmatige verkoop). 86% van de verkopende corporaties heeft een verwachting voor de komende 5 jaar uitgesproken. Indien wordt uitgegaan van het minimaal aantal te verwachten verkopen dan gaan de verkopende corporaties voor 55% uitponden en 45% door complexmatige verkopen de verkopen realiseren. Wordt uitgegaan van een maximaal scenario dan gaan de corporaties 56% uitponden en 44% door complexmatige verkoop de verkopen realiseren.

Aan welke doelgroep verwacht u de complexmatige verkoop te realiseren?

Type verkopproces 2015	Aandeel
Complexgewijze verkoop aan beleggers	74%
Complexgewijze verkoop aan corporaties	14%
Een andere doelgroep	10%
Ruilen met corporaties (betekent met "gesloten beurs")	1%

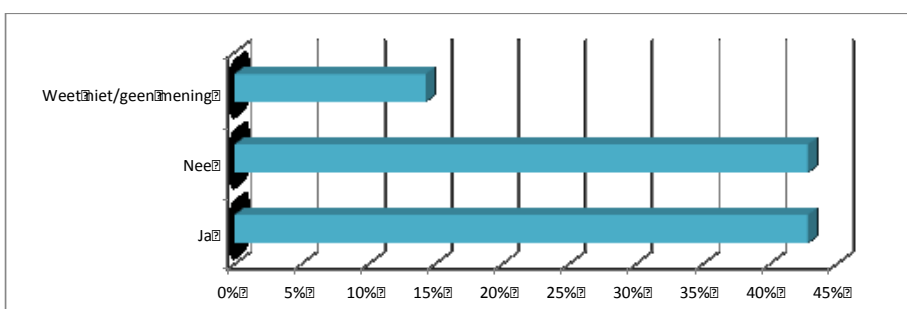
21% van de verkopende corporaties weet nog niet of in de komende 5 jaar complexmatig verkopen gaan plaats vinden. Van de verkopende corporaties die hebben aangegeven in de komende 5 jaar complexmatige verkopen te gaan realiseren weet 14% nog niet aan welke doelgroep. De overige corporaties (64%) verwachten voor 74% de complexmatige verkoop een keer te realiseren door verkoop aan een belegger, 14% verkoopt naar verwachting een keer

aan een andere corporatie en 10% aan een andere doelgroep. Slechts 1% verwacht in 2016 tot en met 2020 een complexmatige verkoop te realiseren door middel van ruiling met corporaties.

Deel III. B Visie op overheidsbeleid

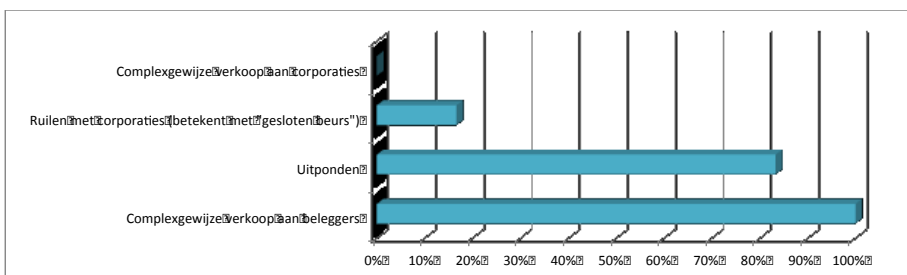
Vanuit de nieuwe woningwet wordt of is een verscherping aangebracht voor corporaties in de woningmarktgebieden en het type product (DAEB en niet-DAEB). In de volgende vragen wordt onderzocht of de nieuwe woningwet effecten heeft op de verkopen van corporaties.

Bent u voornemens om afstand te doen van de niet-DAEB activiteiten (betreft bestaande huurwoningen)?



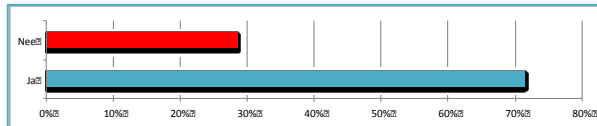
De verkopende corporaties zijn verdeeld of de scheiding van DAEB en niet-DAEB activiteiten leidt tot verkopen. 43% van de onderzochte corporaties verwacht dat de scheiding van de niet-DAEB activiteiten leidt tot verkopen. 43% van de verkopende corporaties denkt van niet en 14% heeft geen mening of weet nog niet wat de effecten op de verkoop zullen zijn.

Op welke wijze gaat u afstand doen van de niet-DAEB activiteiten (betreft enkel bestaande huurwoningen)?



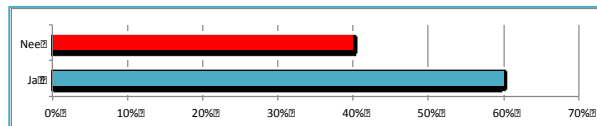
Indien de verkopende corporaties verwachten de niet-DAEB activiteiten te gaan verkopen dan gaan alle corporaties een keer over tot verkoop aan beleggers. Voor 83% gaan de verkopende corporaties ook verkopen realiseren door middel van uitponden. Geen van de verkopende corporaties verwacht niet-DAEB vastgoed te verkopen aan corporaties. Ruilen van niet-DAEB vastgoed komt met 17% beperkt voor.

De nieuwe woningwet geeft aan dat corporaties actief mogen zijn in bepaalde kerngebieden. Per 1-1-2017 is per corporatie inzichtelijk in welke kerngebieden men actief mag zijn. Is uw corporatie actief in meerdere kerngebieden?



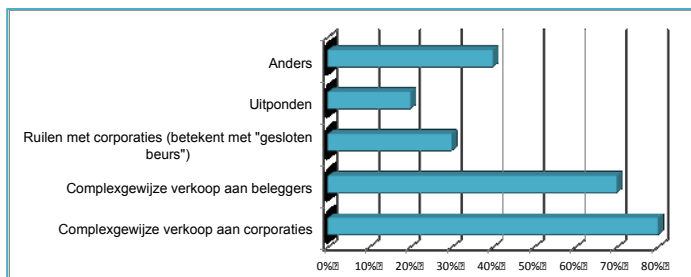
Een groot deel van de onderzochte corporaties (71%) is actief in meerdere kerngebieden. Van de onderzochte corporaties is 29% niet actief in meerdere kerngebieden.

Zo ja, verwacht u dat uw corporatie niet meer actief mag zijn in niet- kerngebieden?



Van de 71% verkopende corporaties die actief zijn in meerdere kerngebieden verwacht 60% dat zij niet meer actief mogen zijn in deze kerngebieden. 40% van de verkopende corporaties verwacht dat zij, ondanks actief te zijn in meerdere kerngebieden, de activiteiten van de corporatie in deze kerngebieden mag voortzetten.

Als de minister aangeeft dat u niet meer actief mag zijn in de niet kerngebieden, op welke wijze gaat u dan afstand doen van het vastgoed in de niet kerngebieden?



De corporaties die hebben aangegeven te verwachten niet meer actief te mogen zijn in de kerngebieden is gevraagd op welke wijze zij het vastgoed gaan verkopen. De twee meest voorkomende verkoopmethoden zijn de complexmatige verkoop aan beleggers en aan corporaties met respectievelijk 80% en 70%. De verkopende corporaties verwachten slechts voor 30% dat ruilen met corporaties aan de orde zal zijn. Bijzonder is dat 20% van de corporaties voor kiezen om via uitponden het vastgoed te verkopen in de niet kerngebieden. De verkopende corporaties hebben ook nog andere mogelijkheden aangegeven, namelijk splitsing van de organisatie of toch doorexploiteren.

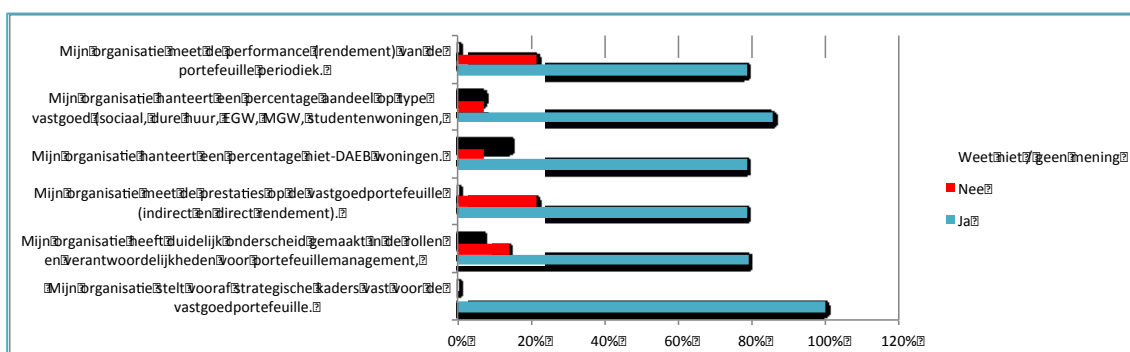
Deel IV. Portefeuillesturing

De volgende vragen gaan over de mate waarin corporaties integrale vastgoedsturing toepassen. Onder integrale vastgoedsturing wordt verstaan dat in ieder geval onderscheid tussen de verschillende rollen op strategisch (portefeuillemanagement), tactisch (assetmanagement) en operationeel niveau is gemaakt. Daarnaast zijn er duidelijke strategische doelstellingen op de vastgoedportefeuille en worden de complexen afgezet tegen deze strategische doelstellingen.

Maakt uw organisatie gebruik van integrale portefeuillesturing?

Maar liefst 93% van de geënquêteerde corporaties geeft aan integrale portefeuillesturing toe te passen. Opvallend is dat van deze corporaties allen strategische kaders vaststellen voor de vastgoedportefeuille. Opmerkelijk is dat op de vragen of er onderscheid gemaakt tussen de rollen, type product en het meten van de performance op rendement een aantal corporaties dat in de praktijk niet toepast.

Vraag	Ja	Nee	Weet niet / geen mening
Mijn organisatie stelt vooraf strategische kaders vast voor de vastgoedportefeuille.	100%	0%	0%
Mijn organisatie heeft duidelijk onderscheid gemaakt in de rollen en verantwoordelijkheden voor portefeuillemanagement, assetmanagement en propertymanagement.	79%	14%	7%
Mijn organisatie meet de prestaties op de vastgoedportefeuille (indirect en direct rendement).	79%	21%	0%
Mijn organisatie hanteert een percentage niet-DAEB woningen.	79%	7%	14%
Mijn organisatie hanteert een percentage aandeel op type vastgoed (sociaal, dure huur, EGW, MGW, studentenwoningen, etc.).	86%	7%	7%
Mijn organisatie meet de performance (rendement) van de portefeuille periodiek.	79%	21%	0%



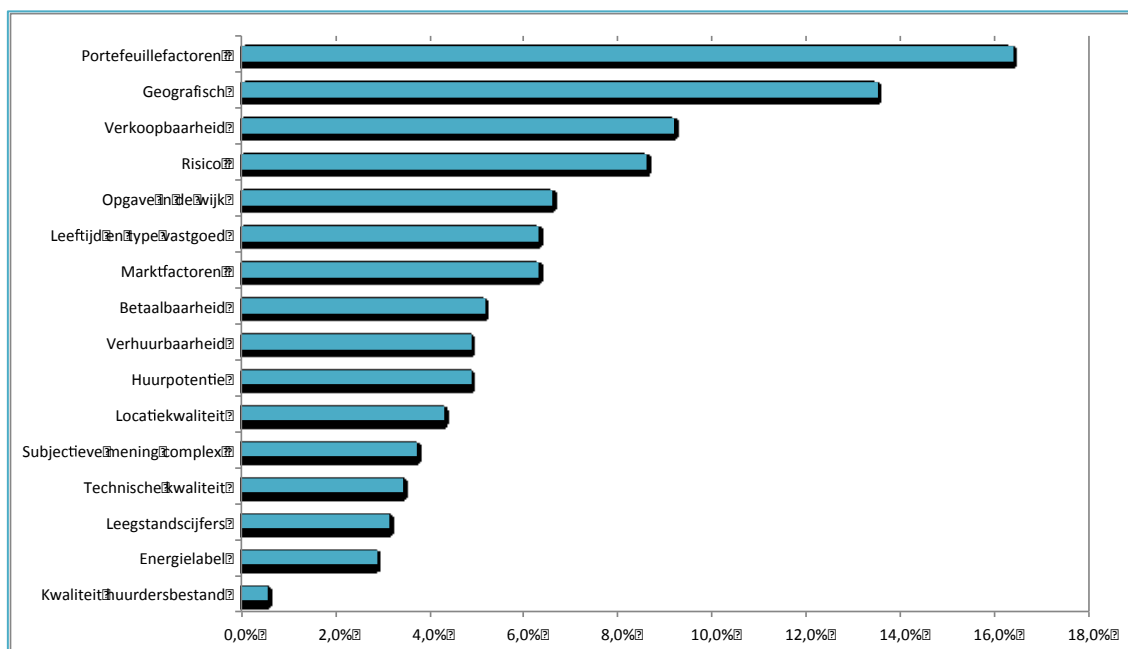
Deel V. Factoren van invloed op de complexselectie (hold/sell analyse)

De factoren die van invloed zijn om specifieke complex(en) te selecteren voor verkoop zijn per organisatie verschillend. In de enquête wordt gevraagd welke factoren van invloed zijn bij de verkopende corporatie om een complex of meerdere complexen te selecteren voor verkoop. Daarnaast is in de enquête gevraagd naar een mening over de belangrijkheid van de factoren.

Welke factoren hebben meegespeeld bij de keuze voor het aanwijzen van de complexen voor verkoop?

Uit het onderzoek blijkt dat bij de verkopende corporaties portefeuillefactoren (93%) het meest voorkomen in de afweging om een complex te selecteren voor verkoop. Dit komt ook terug in de tweede meest voorkomende afweging voor de complexselectie namelijk geografische factoren (86%). Verkoopbaarheid, risico en marktfactoren zijn respectievelijk met 64%, 57% en 50% regelmatig voorkomende afwegingen die van invloed zijn op de selectie van de complexen voor verkoop. Met 7% speelt de kwaliteit van het huurdersbestand nauwelijks een rol bij de complexselectie.

Tactische factoren	Percentage per factor
Portefeuillefactoren (geografische ligging, de "fit" van het complex bij de strategische kaders)	93%
Geografisch	86%
Verkoopbaarheid	64%
Risico (exploitatiekosten, leegstand, mutatiegraad)	57%
Marktfactoren (woningtekort, huishoudengroei, dynamiek, economische groei etc.)	50%
Opgave in de wijk	43%
Huurpotentie	36%
Leeftijd en type vastgoed	36%
Verhuurbaarheid	36%
Betaalbaarheid	36%
Leegstandcijfers	29%
Locatiekwaliteit	29%
Subjectieve mening complex (plek, karakter, ligging etc.)	29%
Afspraken stakeholders	29%
Energielabel	21%
Technische kwaliteit	21%
Anders	14%
Kwaliteit huurdersbestand	7%



In de bovenstaande grafiek zijn de factoren op belangrijkheid uiteengezet. De verkopende corporaties hebben een score per factor aangegeven over de mate van toepassing van de desbetreffende factor. Uit bovenstaande grafiek is goed terug te zien dat de portefeuilfactor en geografische factor de meest belangrijke factoren zijn voor corporaties voor het selecteren van de complexen. Dit is ook in lijn met de meest voorkomende factoren. Wat verder opvalt is de hoge score van verkoopbaarheid.

Zijn er nog andere factoren die van invloed zijn op het bepalen van de complexen die in aanmerking komen voor verkoop?

Diverse corporaties hebben nog aanvullende factoren aangegeven die van invloed zijn op de complexselectie. De volgende factoren zijn als aanvulling benoemd:

- Niet-DAEB activiteiten. Het vastgoed dat als niet-DAEB is gekenmerkt pas niet bij de doelgroep die een corporatie wilt bedienen;
- Interesse van kopende partij;
- Complexen die al zijn angebroken;
- Indien het geen woonfunctie betreft;
- De uitgesproken interesse van collega corporaties om vastgoed over te nemen;
- 70% WOZ waarde en grootte complex
- Zeer hoog verkoopresultaat (i.c.m. "fit").

7 Analyse

In hoofdstuk drie, vier en vijf is het theoretisch kader geschetst voor de strategische overwegingen, de tactische factoren die van invloed zijn op de complexselectie voor verkoop en de verschillende verkoopmethodes. Deze elementen hebben invloed op de verkoopbeslissing. In dit hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de theoretische bevindingen en het praktijkonderzoek van hoofdstuk zes.

7.1 Algemeen

Veel gemeentelijke organisaties en ook huurders hebben over het algemeen liever niet dat corporaties verkopen aan commerciële beleggers. Gemeenten vanuit de sturing op de sociale woningvoorraad en huurders vanwege de hogere huurverhogingen (zeker gezien de mogelijke hogere huurverhogingen van beleggers in relatie tot het sociaal huurakkoord). Van de verkopende corporaties heeft 14% bezwaar tegen de verkoop aan beleggers en 86% heeft geen enkel bezwaar of een negatieve voorkeur voor de verkoop aan beleggers. Dit kan gezien worden als een vrij hoog percentage.

Jaar	Uitponden	Complexmatig
2009	98%	2%
2010	97%	3%
2011	79%	28%
2012	94%	7%
2013	88%	15%
2014	36%	57%
2015	60%	40%
2016 e.v.	55%-56%	44%-45%

Aan de verkopende corporaties is gevraagd welke verkopen in 2014 zijn gerealiseerd, welke zij verwacht in 2015 en van 2016 tot en met 2020 gemiddeld jaarlijks verwacht te realiseren. In figuur 7.1 is weergegeven op welke wijze corporaties in de toekomst verwachten dat de verhouding zal zijn tussen uitponden en complexmatige verkopen. Ten opzichte van de resultaten in 2009 tot en met 2014, de

Figuur 7.1. Overzicht verkoopmethode toekomst. verwachtingen voor 2015 en 2016 tot en met 2020 wordt een groot verschil gezien in de keuze van de verkoopmethode. Er is namelijk een toename in de complexmatige verkopen in vergelijking met de periode 2009 t/m 2013 (daarbij moet aangetekend worden dat de onderzoekseenheden veertien verkopende corporaties betreft). De verkopende corporaties (onderzoekseenheden) verwachten ook in 2015 en 2016 tot en met 2020 actief woningen te gaan verkopen. Gemiddeld verwachten de verkopende corporaties 2.900 tot 6.000 woningen per jaar te verkopen. Indien de toekomstverwachtingen gerealiseerd gaan worden nemen deze corporaties vanaf 2015 circa 17% tot 36% van de verkopen voor hun rekening in vergelijking met het aantal verkopen in 2013.

7.2 Regeringsbeleid

Er is in de herziene woningwet een sterke beperking gemaakt op het werkdomein van de corporaties. In het theoretisch kader is gesteld dat de wens van de minister om veel corporatiewoningen aan andere marktpartijen over te laten niet leidt tot grootschalige verkopen door corporaties aan derden. Dit op basis van de aanscherping op de kerngebieden en kernproducten. Van de verkopende corporaties verwacht 43% dat de scheiding van de deab en niet-DAEB activiteiten en de aanscherping van de kerngebieden zal leiden tot verkopen van de desbetreffende corporatie. Dit zou betekenen dat de herziene woningwet invulling kan gaan geven aan de wens van de minister.

Overwegend verwachten de verkopende corporaties dat de effecten van de herziene woningwet op de verkopen te gaan uitvoeren door uitponden en complexmatige verkoop aan beleggers. Verkopen van niet-DAEB activiteiten aan beleggers of door middel van uitponden is logisch gezien het feit dat het betrokken vastgoed niet meer tot de kerntaken behoort van een corporatie. Vreemd genoeg opteert een enkele corporatie ook voor “ruilen” met corporaties. Dit staat haaks op de herziene woningwet. Dit aangezien het vastgoed niet past binnen de kerntaken. Ruilen met corporaties is niet opportuun. Indien de betrokken corporatie niet meer actief mag zijn in het kerngebied verwachten de verkopende corporaties aan beleggers en corporaties te gaan verkopen. De verkopende corporaties verwachten dat ruilen tussen corporaties slechts voor 30% aan de orde zal zijn. Er is een sterke voorkeur voor de verkoop aan beleggers. Bijzonder is dat 20% van de verkopende corporaties kiest om via uitponden het vastgoed te verkopen in de niet kerngebieden. Gezien de lange adem van uitponden blijft de betrokken corporatie op deze wijze lange tijd actief in het niet kerngebied. Gezien het feit dat de corporaties niet meer mogen investeren (koop/nieuwbouw) in de niet kerngebieden is dit een risicovolle verkoopmethode. Immers op lange termijn kunnen investeringen niet meer gepleegd worden.

7.3 Portefeuillesturing

In het theoretisch kader is gesteld dat institutionele beleggers veel ervaring hebben met verkopen en integrale vastgoedsturing op de vastgoedportefeuille. Ook is in het theoretisch kader geconstateerd dat de meeste sturingsmodellen, op een enkel model na (DrieKamerModel), die door corporaties worden toegepast geen duidelijk onderscheid maken in de verschillende rollen. Onder integrale vastgoedsturing wordt verstaan het onderscheid tussen de verschillende rollen op strategisch, tactisch en operationeel niveau en het benoemen van duidelijke strategische doelstellingen/kaders op de vastgoedportefeuille (bijvoorbeeld het benoemen van een wens en/of streefportefeuille). Een groot deel van de verkopende corporaties (93%) geeft aan integrale vastgoedsturing toe te passen. Van de onderzochte corporaties maakt 79% onderscheid tussen de verschillende rollen op strategisch, tactisch en operationeel niveau. Dit betekent dat slechts een klein deel van de verkopende corporaties (21%) nog geen onderscheid maakt tussen de verschillende rollen. Wat verder opvalt is dat alle verkopende corporaties aangeven strategische kaders vast te stellen en dat 93% van de corporaties aangeven integrale vastgoedsturing toe te passen. Maar 21% van de verkopende corporaties meet de prestaties op het rendement niet of stelt geen kaders vast zoals een aandeel in het type product (wens of streefportefeuille).

7.4 Strategische overwegingen

Voordat corporaties overgaan tot het selecteren van de complexen voor verkoop is het van belang om inzicht te krijgen in de overwegingen waarom complexen in aanmerking komen voor verkoop. In het theoretisch kader is geconstateerd dat er verschillen zijn in de strategische overwegingen tussen corporaties en institutionele beleggers. Voor institutionele beleggers zijn primair rendement en risico aanleiding voor de verkoop van vastgoed terwijl bij corporaties dat de financiële overwegingen (liquiditeiten) en maatschappelijke overwegingen (differentiatie) zijn. Uit het praktijkonderzoek blijkt dat de benodigde liquiditeiten voor investeringen (72% van de corporaties) de meest voorkomende en meest belangrijke strategische overweging is om

vastgoed te verkopen. Geografische her-allocation en differentiatie in de wijk zijn de daarop volgend meest voorkomende overwegingen. De maatschappelijke overweging differentiatie speelt dus ook in de praktijk nog steeds een belangrijke rol in de besluitvorming voor verkoop van complexen onder de verkopende corporaties. Geografische her-allocation en het type vastgoed zijn in het theoretische kader niet benoemd als strategische overwegingen onder de verkopende corporaties. In de praktijk is echter gebleken dat de verkopende corporaties deze overwegingen wel toepassen. Daarnaast worden deze overwegingen als belangrijk tot zeer belangrijk beoordeeld door de corporaties. Indien er een koppeling gemaakt wordt naar de tactische factoren is geconstateerd dat de portefeuille- en geografische factoren ook veel voorkomende factoren zijn voor de bepaling van de complexselectie voor de verkoop. Rendementsoverwegingen, liquiditeiten voor het aflossen van leningen en schulden en overschot in vastgoed worden respectievelijk 50% en 57% door de verkopende corporaties als overweging genoemd. Rendement is in vergelijking met de theorie een aanvullende overweging op strategisch niveau voor corporaties.

De verkopende corporaties hebben voor een groot deel aangegeven (79%) dat de performance of prestaties van de portefeuille periodiek worden gemeten op rendement. Indien de vastgoedportefeuille periodiek wordt gemeten op rendement is het ook van belang om rendement als strategische overweging toe te passen. Op de vraag of de corporaties ook rendementsafwegingen maken wordt slechts 62% van de verkopende corporaties rendement als overweging gebruikt. Gezien het feit dat de corporaties rendement als belangrijkste overweging zien voor verkoop is het opmerkelijk dat de rendementsoverweging maar door 62% van de corporaties wordt toegepast. In het praktijkonderzoek wordt dus een discrepantie tussen het percentage van de corporaties die de prestaties op rendement meten en het aantal corporaties dat rendement als strategische overweging hanteert waargenomen. Er zijn namelijk meer verkopende corporaties die aangeven de prestaties te meten op rendement dan corporaties die rendement als strategische overweging gebruiken. Corporaties maken over het algemeen wel stappen in het opnemen van rendementsoverwegingen maar passen dit nog niet integraal toe. Overigens blijkt uit het praktijkonderzoek dat de verkopende corporaties voor verkoop complexen selecteren met een laag maatschappelijk en financieel rendement. Wat ook opvalt is dat in tegenstelling tot de theorie empowerment in de wijk en veroudering van het vastgoed zeer beperkt als overweging wordt gebruikt. Dit impliceert dat deze overwegingen nauwelijks een rol spelen bij de verkoopbeslissing.

De verkopende corporaties geven nog een aantal andere motiverende redenen aan die aanleiding kunnen zijn om vastgoed te verkopen. Een corporatie heeft de verandering van de maatschappij en de regelgeving genoemd als aanvulling. De corporatie heeft deze verandering toegelicht en aangegeven dat er rekening gehouden moet worden met de belangrijkste demografische, economische, woningmarkt, technologische en maatschappelijke ontwikkelingen. Deze aanvulling is een onderdeel voor de onderbouwing van de strategie op de vastgoedportefeuille, ook wel de DESTEP methode genoemd. De DESTEP methode is een analysemodel voor het formuleren van een strategie van de onderneming en heeft daarmee slechts indirect invloed op de verkopen en is derhalve niet als aanvulling opgenomen.

Daarnaast zijn passend toewijzen, huisvestingsverordeningen van gemeenten en coöperatie voor huurders als aanvullingen genoemd. Dit zijn mogelijke overwegingen die in de toekomst van invloed zijn op corporaties. Dit heeft vooral te maken met de herziene woningwet. In de woningwet hebben de gemeenten een grotere rol gekregen die van invloed kan zijn op de corporaties (direct of indirect). Daarnaast zijn de mogelijkheden voor een coöperatie voor huurders in de woningwet verruimd en is passend toewijzen voor corporaties voor 90% bepaald. Voor de overige aanvullingen is in onderstaande figuur 7.2 aangegeven wat de constatering is van de aanvulling.

Aanvullende overwegingen	Aanvullingen op
Versnelling van de strategie door complexmatige verkopen	Overweging voor type verkoopproces
De overweging vanuit doelgroepen zoals ouderen	Tactisch niveau
Daarnaast worden leegstaande complexen	Tactisch niveau
Ook speelt gestippelde complexen een rol vanwege meer homogene complexen en terugkoop verplichtingen	Tactisch niveau
Heroriëntatie op het kernproduct, afstoten bezit dat niet bijdraagt aan strategische doelen aangegeven	Geografische her-allocatie
Afstoten van de niet-DAEB-portefeuille	Type vastgoed
Veranderingen maatschappij en de regelgeving. Rekening houden met demografische, economische, woningmarktontwikkelingen, technologische en maatschappelijke ontwikkelingen.	Ten behoeve van de strategie
Passend toewijzen of de huisvestingsverordening in een gemeente (nadelijke verplichtingen voor een corporatie)	Mogelijke toekomstige toevoeging maatschappelijke overweging
Invloed van toezichthouders	Tactisch niveau
De mogelijkheid tot het opzetten van een coöperatie voor huurders.	Mogelijke toekomstige toevoeging maatschappelijke overweging

Figuur 7.2. Overzicht aanvullende strategische overwegingen.

7.5 Tactische factoren

In het theoretisch kader is aangegeven dat uit literatuuronderzoek onduidelijk is op welke wijze corporaties de complexen selecteren voor verkoop. Veelal lopen de strategisch, tactische en operationele overwegingen door elkaar heen of zijn niet aanwezig. Voor het theoretisch kader zijn de factoren van de institutionele beleggers gebruikt om meer inzicht te krijgen in de factoren die van invloed zijn op de complexselectie voor de verkopen. Tevens zijn aan het theoretisch kader maatschappelijke c.q. volkshuisvestelijke factoren toegevoegd. Vervolgens is gevraagd aan de verkopende corporaties om aan te geven welke factoren een rol hebben gespeeld bij de complexselectie van de verkopen in 2013 en 2014.

Structuurfactoren	Objectspecifieke factoren	Maatschappelijke factoren
Portefeuillefactoren (geografische ligging, de fit van het complex bij de strategische kaders)	Risico (exploitatiekosten, leegstand, mutatiegraad)	Geografisch
Marktfactoren (woningtekort, huishoudengroei, dynamiek, economische groei etc.)	Verkoopbaarheid	Opgave in de wijk
	Huurpotentie	Afspraken stakeholders
	Leeftijd en type vastgoed	Technische kwaliteit
	Betaalbaarheid	Energielabel
	Verhuurbaarheid	Kwaliteit huurdersbestand

Figuur 7.3. Overzicht meest voorkomende tactische factoren.

In de praktijk hebben op tactisch niveau de geografische - en portefeuillefactoren een dominante positie die van invloed zijn op de te selecteren complexen voor verkoop. Dit is ook in lijn met de strategische overwegingen uit het praktijkonderzoek. Verkoopbaarheid, risico en marktfactoren zijn respectievelijk met 64%, 57% en 50% regelmatig voorkomende afwegingen

die van invloed zijn op de selectie van de te verkopen complexen. Een opvallend hoge score heeft de factor verkoopbaarheid. Daar waar verkoopbaarheid bij institutionele beleggers een beperkte factor is in de hold/sell analyse, is dat bij de verkopende corporaties een veel voorkomende factor. Wordt de relatie gemaakt met verkoopbaarheid en de strategische overweging liquiditeiten voor de benodigde investeringen, die als meest voorkomende en belangrijkste overweging door de verkopende corporaties is genoemd, kan dat impliceren dat besluiten om complexen te verkopen door corporaties nog bottom-up plaats vindt. Dus zonder een integrale afweging aan vooraf gestelde strategische kaders zoals bijvoorbeeld rendement. Een complex zou voor verkoop geselecteerd worden als bijvoorbeeld blijkt dat performance van het specifieke complex in relatie tot het geëist rendement te laag is. Een complex verkopen dat een performance heeft boven het geëist rendement gaat toekomstige verdien capaciteit onnodig verloren. Tenzij de verkoopprijs hoger ligt dan de marktwaarde. Verder valt op dat de verkopende corporaties nauwelijks factoren gebruiken als energielabels, technische kwaliteit en de van het huurdersbestand.

Diverse corporaties hebben aanvullende factoren aangegeven die van invloed zijn kunnen zijn op de complexselectie voor verkoop (figuur 7.4). Deels zijn deze aanvullingen niet relevant op tactisch niveau of al opgenomen c.q. besloten in de factoren uit het theoretisch kader of reeds onderdeel van de strategische overwegingen. Derhalve zijn hebben deze aanvullingen niet geresulteerd in aanpassen op de tactische factoren voor corporaties.

Aanvullende factoren	Aanvullingen op
Het vastgoed wat als niet daeb is gekenmerkt	Strategische overweging, Type vastgoed
Interesse van kopende partij	Geen
Complexen die al zijn aangebroken	Verkoopbaarheid en type verkoopproces
Indien het geen woonfunctie betreft	Type vastgoed
De uitgesproken interesse van collega corporaties om vastgoed over te nemen	Geen
70% WOZ waarde en grootte complex	Geen
Zeer hoog verkoopresultaat (i.c.m. "fit")	Geen

Figuur 7.4. Overzicht aanvullende tactische factoren uit het praktijkonderzoek.

Gezien de gehanteerde factoren zou veronderstelt kunnen worden dat de verkopende corporaties op brede manier de complexselectie voor de te verkopen complexen benaderen. Gezien de hoeveelheid structuur en object specifieke factoren die worden gehanteerd kan men spreken van een brede invalshoek voor de complexselectie voor de te verkopen complexen. In figuur 7.5 zijn de gehanteerde factoren door de verkopende corporaties weergegeven.

Structuur factoren	Objectspecifieke factoren	Maatschappelijke factoren	
Portefeuillefactoren	Risico	Leegstandscijfers	Geografisch
Marktfactoren	Verkoopbaarheid	Locatiekwaliteit	Opgave in de wijk
	Huurpotentie	Subjectieve mening complex	Afspraken stakeholders
	Leeftijd en type vastgoed	Technische kwaliteit	
	Betaalbaarheid	Energielabel	
	Verhuurbaarheid		

Figuur 7.5. Overzicht tactische factoren door corporaties.

7.6 Verkoopmethode

Doelgroep verkopen

Van de onderzochte corporaties heeft 89% een keer vastgoed verkocht aan beleggers door middel van een complexmatig verkoopproces. Een verkoop aan een corporatie is in 56% van de verkopen een keer voorgekomen. Naast de doelgroepen corporaties en beleggers worden ook verkopen gerealiseerd aan projectontwikkelaars en zorginstellingen. Voor 2015 verwachten de verkopende corporaties (56%) een keer vastgoed te verkopen aan een belegger, 32% verkoopt naar verwachting een keer aan een andere corporatie en 12% een keer aan een andere doelgroep (projectontwikkelaars en zorginstellingen). Slechts 1% verwacht in 2015 een keer een complexmatige verkoop te realiseren door middel van ruiling met corporaties. Ook voor de periode van 2016 tot en met 2020 verwachten de verkopende corporaties de complexmatige verkopen veelal te realiseren door verkoop aan beleggers. Van de corporaties die verwachten complexmatig verkoop toe te passen is dat in 74% het geval. Slechts voor 14% verwacht men in 2016 tot en met 2020 een keer complexmatig vastgoed te verkopen aan corporaties. Onder de verkopende corporaties wordt een duidelijke voorkeur gegeven voor de verkoop aan beleggers.

Verkoopproces

In 2014 hebben de verkopende corporaties grotendeels gebruik gemaakt van een openbare verkoop via een tender (67%). De onderhandse verkoop is ook een veel gebruikte verkoopproces onder de verkopende corporaties (56%). Overigens heeft 67% van de corporaties gebruik gemaakt van meerdere vormen. Wat opvalt is dat veel verkopende corporaties gebruik maken van een tender c.q. openbare verkoop en dat daarvan slechts 11% tot 22% gebruik maakt van een binding of non binding procedure. De inschatting is dat de verkopende corporaties onvoldoende inzicht hebben op wat de binding en non binding procedure werkt, is uitgevoerd of dat er alternatieve procedures worden gehanteerd. Daarnaast heeft een corporatie woningen verkocht aan een belegger via een besloten verkoopproces en een onderhands verkoopproces. Gezien de verkoopregels zoals deze zijn vastgelegd in de BTIV zou dit niet mogelijk moeten zijn.

In het theoretisch kader is tijd als belangrijk argument benoemd voor de keuze tussen complexmatige verkoop en uitponden. Verder is gesteld dat als een corporatie voldoende tijd heeft om het vastgoed te verkopen uitponden financieel aantrekkelijker is vanwege de hogere opbrengstwaarde per woning. Met complexmatige verkopen kan in een relatief kort tijdsbestek liquiditeit gegenereerd worden of versneld uitvoering gegeven worden aan de strategische heroriëntatie van de portefeuille. Het grootste deel van de verkopende corporaties, namelijk 83%, geeft aan dat de benodigde snelheid van de inkomsten en de her-allocatie van het vastgoed redenen zijn om via een complexmatig verkoopproces de verkopen te realiseren. De doorlooptijden van uitponden en de goede afzetmogelijkheden zijn met 67% ook redenen die van invloed zijn. Nadelen als verdeeld eigendom en de effecten op uitgaande kasstromen zijn nauwelijks een reden om over te gaan tot complexmatige verkoop. Het grootste deel van de verkopende corporaties, namelijk 86%, geeft aan dat de hogere opbrengstwaarde per woning de reden is om te kiezen voor uitponden. Met 43% is de goede afzetmogelijkheid de tweede meest voorkomende reden om over te gaan tot uitponden. Met 36% zijn het bieden van kansen

aan starters, differentiatie en liquiditeiten regelmatig voorkomende treden voor uitponden. De conclusie is dat voor uitponden financiële elementen (opbrengstwaarde), de verkoopbaarheid en maatschappelijke elementen (differentiatie) de belangrijkste redenen zijn om te kiezen voor een uitpondscenario. Voor de complexmatige verkopen zijn tijd (snelheid) en verkoopbaarheid de belangrijkste argumenten om te kiezen voor deze verkoopmethode.

8 Conclusies, aanbevelingen en reflectie

In hoofdstuk vier, vijf en zes van het onderzoek is op basis van literatuuronderzoek en expertinterviews onderzoek gedaan naar het theoretisch kader waarop een verkoopbeslissing tot stand kan komen. Deels op basis van het referentiekader van de institutionele beleggers. In hoofdstuk 6 is op basis van de bevindingen uit het literatuuronderzoek onderzocht op welke wijze de verkopende corporaties in de praktijk een verkoopbeslissing nemen. In hoofdstuk zeven zijn de onderzoeksresultaten van het praktijkonderzoek geanalyseerd. In hoofdstuk acht worden de conclusies, aanbevelingen en de reflectie van het onderzoek beschreven. In hoofdstuk 8.1 worden de belangrijkste conclusies weergegeven die gezamenlijk leiden tot het antwoord op de centrale vraag. In hoofdstuk 8.2 wordt vervolgens een aantal aanbevelingen gedaan naar aanleiding van het onderzoek. In hoofdstuk 8.3 komt de reflectie op het uitgevoerde onderzoek aan bod.

8.1 Conclusies

De druk op de financiële prestaties van corporaties is hoog of neemt toe. Dit betekent verdere aanscherping van de financiële prestaties. Om het hoofd boven water te houden hebben corporaties een aantal mogelijkheden. Het maximaliseren van het huurbeleid, het verlagen van de bedrijfslasten, het stopzetten van investeringen en verkoop zijn belangrijke opties om de financiële prestaties te beïnvloeden. Indien corporaties meer en meer afhankelijk worden van de verkoopopbrengsten vraagt dit om gedegen en juiste beslissingen voor de selectie van de te verkopen en te behouden complexen. Een verkoop kan niet meer ongedaan gemaakt worden. Een kwalitatieve beslissing om te bepalen welk complex of welke woning verkocht mag worden is van groot belang voor de continuïteit van de onderneming. Daarom is aan de hand van dit onderzoek inzichtelijk gemaakt op welke wijze de verkopende corporaties een verkoopbeslissing nemen. Dit onderzoek is gerealiseerd door de volgende centrale vraagstelling te beantwoorden:

Op welke wijze zijn corporaties voor de verkoop van vastgoed tot een complexselectie gekomen en waarom is voor een bepaalde verkoopmethode gekozen?

Aan de hand van de deelvragen beantwoorden we de centrale vraagstelling. In de onderstaande paragrafen zijn op basis van de deelvragen de conclusies beschreven.

Wat zijn de strategische overwegingen voor verkoop van het vastgoed bij institutionele beleggers en corporaties?

In deze deelvraag wordt beantwoord waarom corporaties overgaan tot de verkoop van complexen c.q. woningen. Kortom, wat is de aanleiding om te gaan verkopen. De verkopende corporaties maken veelal dezelfde strategische overwegingen als de institutionele beleggers voor de verkoop van woningen.

In onderstaand overzicht 8.1 zijn de overwegingen van institutionele beleggers en corporaties uit het literatuuronderzoek en in overzicht 8.2 de uitkomsten van het praktijkonderzoek onder de verkopende corporaties samengevat.

Institutionele overwegingen		Overwegingen corporaties	
Laag rendement - hoog risico		Financiële overwegingen	
Geen fit op geografisch en vastgoedtype			Inkomsten voor investeringen
Gewenste diversificatie			Aflossen schulden/leningen
Financiële continuïteit	Liquiditeit	Maatschappelijke overwegingen	
	Aflossen schulden/leningen		Differentiatie in de wijk
Standaard vernieuwing portefeuille			Empowerment
	Veroudering		Balans koop en huur in wijk
Overig	Aanpassen omvang portefeuille		Bevordering eigen woningbezit
	Bevorderen verkoopbaarheid	Kwaliteit vastgoed	Bevordering doorstroming
			Veroudering
		Overig	Beantwoorden marktvraag
			Keuzevrijheid
			Aantrekken en vasthouden middeninkomens
			herallocatie



Overwegingen verkopende corporaties	
Financiële overwegingen	Inkomsten voor investeringen Aflossen schulden/leningen Rendement
Maatschappelijke overwegingen	Differentiatie in de wijk Empowerment Bevordering eigen woningbezit
Portefeuille overwegingen	Geografisch en type vastgoed Veroudering

Figuur 8.1 Overzicht strategische overwegingen literatuuronderzoek en overzicht 8.2 strategische overwegingen door verkopende corporaties.

Het grootste verschil tussen corporaties en institutionele beleggers zijn de financiële – economische overwegingen versus de maatschappelijke. Bij corporaties spelen door de ondernemingsdoelstellingen ook de maatschappelijke overwegingen een rol om te gaan verkopen. De belangrijkste redenen onder de verkopende corporaties om over te gaan tot verkoop zijn de benodigde inkomsten voor investeringen. Daarnaast blijkt in tegenstelling tot het literatuuronderzoek wel degelijk dat onder de verkopende corporaties rendement, geografische her-allocatie en type vastgoed redenen zijn om te gaan verkopen. Resumerend zijn de redenen om te gaan verkopen onder de verkopende corporaties financiële – portefeuille en maatschappelijke overwegingen.

Wat zijn de tactische overwegingen die van invloed zijn op de verkoopbeslissing bij institutionele beleggers en corporaties?

Met deze deelvraag wordt inzichtelijk gemaakt welke factoren bij de verkopende corporaties van invloed zijn op de te selecteren complexen voor de verkoop. In onderstaand overzicht (figuur 8.3) zijn de factoren die bij de verkopende corporaties van invloed zijn om een complex te selecteren voor verkoop samengevat.

Structuur factoren	Objectspecifieke factoren		Maatschappelijke factoren
Portefeuillefactoren	Risico	Leegstandcijfers	Geografisch
Marktfactoren	Verkoopbaarheid	Locatiekwaliteit	Opgave in de wijk
	Huurpotentie	Subjectieve mening complex	Afspraken stakeholders
	Leeftijd en type vastgoed	Technische kwaliteit	
	Betaalbaarheid	Energielabel	
	Verhuurbaarheid		

Figuur 8.3. Overzicht beïnvloedende factoren op de complexselectie voor verkoop.

De verkopende corporaties hanteren veelal dezelfde factoren als de institutionele beleggers voor de selectie van de te verkopen complexen. Daarnaast zijn onder de verkopende corporaties ook maatschappelijke factoren van invloed op de complexselectie. Op tactisch niveau dient de vastgoedportefeuille gemeten te worden op basis van de strategische doelstellingen op de vastgoedportefeuille. Zo ontstaat een samenhang tussen strategie en tactisch niveau en worden de juiste complexen geselecteerd voor verkoop in relatie tot de strategie op de vastgoedportefeuille. Opvallend is dat de verkopende corporaties verkoopbaarheid dominant toepassen in de selectie van de te verkopen complexen. Hierdoor hebben de verkopende corporaties een risico genomen om de verkeerde complexen te selecteren in relatie tot de strategische doelstellingen op de vastgoedportefeuille.

Welke afwegingen spelen bij de keuze van de verkoopmethode een rol?

Corporaties kunnen op hoofdlijnen de verkoop van woningen op twee verschillende manieren vormgeven, namelijk door middel van complexmatige verkoop en uitponden aan particulieren. Bij de keuze tussen uitponden en complexmatige verkoop speelt tijd een dominante rol. Indien er voldoende tijd is en een lage liquiditeitsdruk prefereert uitponden door de hogere opbrengstwaarde per woning boven een complexmatige verkoop. Daarnaast zijn financiële elementen (opbrengstwaarde), de verkoopbaarheid en maatschappelijke elementen (differentiatie) de belangrijkste redenen om te kiezen voor een uitpondscenario. Voor de complexmatige verkopen zijn onder de verkopende corporaties snelheid vanwege her-allocatie, de benodigde inkomsten (uitponden duurt te lang) en verkoopbaarheid de belangrijkste argumenten om te kiezen voor deze verkoopmethode.

Regeringsbeleid en toekomstverwachtingen

Uit het onderzoek blijkt dat de verkopende corporaties verwachten dat het regeringsbeleid van invloed zal zijn op de verkopen door corporaties. Zowel de scheiding van de DAEB en niet-DAEB activiteiten als de mogelijke effecten van de aanscherping op de kerngebieden zijn redenen om over te gaan tot verkoop. Dit betekent dat de effecten van de herziene woningwet

onder de verkopende corporaties mogelijk een positieve bijdrage gaan leveren aan de wensen van Minister Blok om de corporatiesector te verkleinen. De verkopende corporaties zullen de effecten van de herziene woningwet vooral door middel van uitponden en door complexmatige verkoop aan beleggers vorm gaan geven. Ruilen met corporaties is onder de verkopende corporaties nauwelijks aan de orde.

Onder de verkopende corporaties zijn er nagenoeg geen belemmeringen meer voor de verkoop aan beleggers. Het algemeen beeld is anders. De verkopende corporaties blijven actief verkopen en zijn van plan om ook in de toekomst gebruik te maken van de complexmatige verkoopmethode. Dit betekent dat de actief verkopende corporaties de complexmatige verkoopmethode als gangbare methode hebben opgenomen in het verkoopbeleid. Voor de verkoop aan beleggers moet er sprake zijn van een openbare verkoop (tender). De meeste verkopende corporaties passen deze verkoopmethode bij verkoop aan beleggers ook toe. Daarnaast maken de actief verkopende corporaties veelal tegelijkertijd gebruik van de verschillende verkoopmethodes.

Portefeuillesturing

Voor het nemen van een juiste beslissing voor de verkoop van complexen is het toepassen van integrale vastgoedsturing noodzakelijk. Daarvoor zal een corporatie strategische doelstellingen moeten formuleren voor de vastgoedportefeuille en duidelijk onderscheid moeten maken in de verschillende rollen op strategisch, tactisch en operationeel niveau. Centraal aandachtspunt was dat corporaties niet uitgaan van een vooraf opgestelde strategie voor de totale vastgoedportefeuille (bijvoorbeeld een wens – streefportefeuille) en er onvoldoende onderscheid wordt gemaakt tussen de rollen op strategisch (portefeuillemanagement), tactisch (assetmanagement) en operationeel (propertymanagement) niveau oftewel integrale vastgoedsturing. De verkopende corporaties maken wel degelijk onderscheid in de verschillende rollen. Uit onderzoek blijkt dat de verkopende corporaties de strategische doelstellingen vooraf vaststellen zoals rendement en een wensportefeuille. In tegenstelling tot het gestelde in het literatuuronderzoek is er onder de verkopende corporaties in grote mate sprake van integrale vastgoedsturing. Slechts een klein deel van de verkopende corporaties (21%) heeft de strategische doelstelling rendement niet opgenomen. Wat ook opvalt is dat in 79% van de corporaties aangeeft rendement als strategische doelstelling te hanteren en dat slecht de helft van de corporaties rendementseisen weegt bij de complexselectie voor de verkoop. De verkopende corporaties hebben met betrekking tot rendement nog slagen te maken in de samenhang tussen strategische en tactisch niveau.

8.2 Aanbevelingen

Met dit onderzoek is inzichtelijk gemaakt op welke wijze de verkopende corporaties een verkoopbeslissing nemen. Naar aanleiding van de uitkomsten van dit onderzoek worden een aantal aanbevelingen gedaan.

Strategische doelstellingen

Voor een integrale afweging en het selecteren van de juiste complexen voor verkoop is het van belang om strategische kaders voor de vastgoedportefeuille te formuleren. Zorg er daarnaast

voor dat de strategische doelstellingen ook vertaald worden naar de factoren op tactisch niveau. Alleen dan is per complex inzichtelijk te maken of een specifiek complex bijdraagt aan deze doelstellingen en is samenhang tussen de verschillende niveaus (strategisch, tactisch) mogelijk. Maak duidelijk onderscheid tussen de verschillende rollen (portefeuillemanagement en assetmanagement). Zo worden de juiste afwegingen genomen voor de te selecteren complexen voor verkoop ten opzichte van de portefeuillestrategie.

Performance complexen

Van belang is om de resultaten van de complexen niet als een direct gegeven te beschouwen. Het is aan te bevelen om de resultaten van de complexen te bespreken met de verschillende rollen c.q. teams op operationeel (property management), tactisch (assetmanagement) en strategisch niveau (portefeuillemanagement). Daarbij zijn het realiseren van verschillende toekomstscenario's voor de complexen belangrijk om te komen tot de juiste afwegingen.

Rendement

Neem rendement op in de strategische doelstellingen en meet op complexniveau de performance. Op deze wijze kan een corporatie afwegen in hoeverre een complex bijdraagt aan de financiële prestaties. Daarmee wordt ook het risico beperkt dat de verkeerde complexen worden aangemerkt voor verkoop.

Verkoopmethode

Corporaties zijn redelijk onervaren met complexmatige verkopen. Afhankelijk van de hoeveelheid complexmatige verkopen moet een corporatie beoordelen of zij deze werkzaamheden zelf uitvoert of expertise extern inhuurt. Het is aan te bevelen om de coördinatie van een complexmatig verkoopproces uit te laten voeren door een ervaringsdeskundige die "in dienst" is van de corporatie. Maak eventueel gebruik van de expertise van andere corporaties. Op deze wijze kan de commerciële aansturing gecombineerd worden met de volkshuisvestelijke cultuur van corporaties. Maak daarnaast voor de start van een verkoop op basis van de marktontwikkelingen en tijd een keuze voor complexmatige verkopen of uitponden.

8.3 Reflectie

In dit onderzoek is inzichtelijk gemaakt op welke wijze de verkopende corporaties beslissingen nemen voor de verkoop. Welke strategische overwegingen liggen ten grondslag aan de beslissing? Wat zijn de randvoorwaarden voor een juiste complexselectie? Op welke wijze selecteren de verkopende corporaties de complexen voor verkoop? En waarom is voor een bepaalde verkoopmethode gekozen? Dit zijn vragen die in dit onderzoek zijn beantwoord. Integrale vastgoedsturing betekent een dynamisch portefeuillebeleid met investeringen en verkopen. In dit onderzoek is het onderscheid tussen de verschillende rollen en het benoemen van strategische doelstellingen als kapstok gebruikt voor het onderzoek. In de praktijk is integrale vastgoedsturing meer omvattend.

Er is gekozen om de institutionele belegger als referentiekader te hanteren. De groep van particuliere beleggers is daarbij niet meegenomen. Dit vanwege het beeld dat de gemiddelde particuliere belegger op een eenvoudigere wijze een verkoopbeslissing neemt in vergelijking met de institutionele beleggers en corporaties.

Met name op tactisch niveau (hold/sell analyse, factoren, scores en wegingen) is gebleken dat er onvoldoende literatuur beschikbaar was. Daarom is in dit onderzoek gebruik gemaakt van experts. Experts die praktijkervaring hebben met de wijze waarop factoren op tactisch niveau bij institutionele beleggers en corporaties een rol spelen bij de verkoop.. Er is gekozen om de uitkomsten van de expertinterviews te verwerken in een verslag (bijlage 4) en in de tekst te verwijzen naar bijlage 4. De navolgbaarheid kan op sommige punten lastig zijn, maar dit is onoverkomelijk vanwege de vertrouwelijkheid en de leesbaarheid.

Ook is van belang te vermelden dat het praktijkonderzoek is uitgevoerd onder verkopende corporaties met als referentiejaar 2013. Dit onderzoek is niet uitgevoerd onder de corporaties die wellicht wel afwegingen maken voor verkoop maar dit niet uitvoeren. Daarnaast zijn diverse corporaties al stappen verder met de invoering van assetmanagement en of integrale vastgoedsturing. Ook deze doelgroep is in dit onderzoek deels betrokken. De uitspraken die in dit onderzoek worden gedaan dienen in dat kader beoordeeld te worden.

9 Bibliografie

- Aedes . (2011). *Woning te koop! bedrijfsmatig of volkhuusvestelijk middel voor corporaties?* Aedes. Hilversum: Aedes.
- Aedes. (2010). *Duurzaam businessmodel. De corporatie in stabiel evenwicht.* Aedes Compact. Hilversum: Aedes.
- Aedes. (2015). Nieuwe Woningwet. In *Nieuwe Woningwet:de hoofdpunten.* Den Haag: Aedes.
- Aedes. (2014). *www.aedes.nl.* Opgeroepen op 2015, van [www.aedes.nl](http://www.aedes.nl/content/feiten-en-cijfers/woning/hoe-ontwikkelt-het-bezit-van-corporaties-zich/expert--hoe-ontwikkelt-het-bezit-van-corporaties-z.xml):
<http://www.aedes.nl/content/feiten-en-cijfers/woning/hoe-ontwikkelt-het-bezit-van-corporaties-zich/expert--hoe-ontwikkelt-het-bezit-van-corporaties-z.xml>
- Amwoco. (2015). Kwadrantenmodel maatschappelijk. Amsterdam.
- Baarda, D. d. (2012). Basisboek kwalitatief onderzoek, leidraad voor het opstellen van een kwalitatief onderzoek. In D. d. Baarda, *Basisboek kwalitatief onderzoek, leidraad voor het opstellen van een kwalitatief onderzoek.* Den Haag: SDU Uitgevers BV.
- BTIV. (2015, 8 5). *Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting .*
- BZK. (2013). Opgeroepen op 2015, van www.rijksoverheid.nl: [cowb.datawonen.nl](http://www.rijksoverheid.nl/conten/wonen/cowb.datawonen.nl)
- BZK. (2015). Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting. In M. v. Zaken, *Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting.* Den Haag .
- Capital Value. (2014). *De woning(beleggings)markt in beeld.* Utrecht: Capital Value.
- Capital Value. (2015). Verkoopmethodieken. Utrecht, Utrecht.
- CBS. (2015, juni 22). Institutionele vastgoedbeleggingen. *statline cbs .* Den Haag .
- CFV. (2014). Sectorbeeld 2014. Baarn: CFV.
- Claessens, F. (2013). *Portefeuillesturing bij woningcorporaties.* Ortec Finance, Real Estate Management. Rotterdam: Ortec Finance.
- Conijn, J. (2013). *DrieKamerModel .* Ortec Finance. Rotterdam: Ortec Finance.
- Conijn, J. (2015). *Portefeuillesturing bij woningcorporaties.* Ortec Finance.
- Driel, A. v. (2010). Strategische inzet van Vastgoed. In A. v. Driel, *Strategische inzet van Vastgoed* (6 ed., Vol. 6). Amersfoort, Nederland: Weka uitgeverij BV.
- ECB. (2015, juni 22). Opgehaald van www.ecb.europa.eu
- Eskanasi, d. M. (2006). Corporaties & Vastgoedsturing. In i. R. drs. M. Eskanasi, *Corporaties Vastgoedsturing* (Vol. 2, p. 188). Almere: Nestas communicatie.
- Heeger. (2009). Onderhoudsbeleid en Strategisch Voorraadbeleid.
- Ilent. (2015). *Hoofdlijnen beoordelingskader DAEB en niet-DAEB.* Ministerie van infrastructuur en Mileu, Inspectie Leefomgeving en Transport. Baarn: Inspectie Leefomgeving en Transport.
- Johan Conijn & Bert Kramer. (2010). *Omvangrijke verkoop corporatiewoningen.* Ortec Finance. Ortec Fnance.
- Keeris, E. p. (2011). Vastgoedmanagement Lexicon. In Keeris, *Vastgoedmanagement Lexicon.* Herkenbosch: Keeris Vastgoed Consultancy.
- Neele, J., de Wildt, R., Wouters, R., & Massar, P. (2008). *Van huur- naar koopwoning.* RIGO Research en Advies BV, RIGO Research en Advies BV. Amsterdam: RIGO Research en Advies BV.
- Nieboer, N. (2009). *Het lange koord tussen portefeuillebeleid en investeringen van woningcorporaties.* TU Delft. Amsterdam: IOS Press BV.

- NVM. (2015). Een woning kopen. (NVM, Red.) Nieuwegein.
- Public Vision. (2010). *Onderzoek verkoop corporatiewoningen*.
- RIGO. (2008). *Van huur - naar koopwoning*. VROM. RIGO.
- Ruwiel, i. P. (2015, 2 12). www.asre.nl. Amsterdam . Opgeroepen op 2015, van www.asre.nl: www.asre.nl
- Schilder, F. C. (2014). *De invloed van corporatieverkoop op de koopwoningmarkt*. NVM. Amsterdam: ASRE.
- Schilder, F. (2013). *Restschuld en het functioneren van de koopwoningmarkt*. Amsterdam: Ortec Finance.
- SEV. (2008). *Rapport over empowerment van kopende huurders*. SEV. SEV.
- Touw, H. (2013). *Assetmanagement* . (H. Touw, Red.) Amsterdam.
- Twynstra Gudde. (2012). *Op weg naar 2025 Toekomstroutes voor woningcorporaties*.
- Uittenbogaard, V. (2013). *Strategie en vastgoed*. In H. V. Leo Uittenbogaard, *Strategie en vastgoed*. Groningen: Noordhoff.
- van Gool, J. T. (2013). *Onroerend goed als belegging*. In J. T. van Gool, *Onroerend goed als belegging* (Vol. 5de druk, p. 467). Groningen: Noordhoff Uitgevers .
- van Os, P. (2007). *Mensen, stenen, geld; het beleidsproces bij woningcorporaties*. In P. v. Os, *Mensen, stenen, geld; het beleidsproces bij woningcorporaties*. Amsterdam: RIGO Research & Advies.
- Veldman, H. (2009). *Strategie en Management*. In H. Veldman, *Strategie en Management*. Noordhoff.
- Vermeulen, M. (2015, 03 19). Opgeroepen op 2015, van www.asre.nl
- Vlak. (2008). *Corporaties met kengetallen* . In m. A. Vlak, *Corporaties en hun rollen in de vastgoedkolom*. Almere: Nestas & roAG.
- Vlak, A. L. (2008). *Corporaties Sturen met kengetallen*. In A. L. Vlak, & A. P. Dreimuller (Red.), *Corporaties Sturen met kengetallen* (Vol. tweede druk, p. 152). Almere: Nestas communicatie.
- WSW. (2015). *Business Risk Definitives en Scoringsrichtlijnen*. 2015. Hilversum: WSW.
- WSW. (2015). *Trendanalyse woningcorporaties 2015*. Hilversum: WSW.

Bijlagen

Bijlage 1 Vragen schriftelijke online enquête

1. Achtergrond
 - a. Corporatiegegevens en functie geïnterviewde
 - i. Naam organisatie
 - ii. Enquête is ingevuld door : Naam en functie
2. Strategische overwegingen voor het verkoopbeleid
 - a. Wat zijn de strategische overwegingen om te besluiten tot de verkoop van het vastgoed?
 - i. Rendementsoverwegingen
 - ii. Geografische her-allocatie
 - iii. Overschot in vastgoedtype
 - iv. Diversificatie
 - v. Liquiditeiten genereren voor investeringen
 - vi. Liquiditeiten genereren voor aflossen schulden/leningen
 - vii. Scheiding DAEB en niet-DAEB activiteiten
 - viii. Differentiatie in de wijk
 - ix. Empowerment in de wijk
 - x. Bevorderen eigen woning bezit
 - xi. Veroudering vastgoed
 - xii. Geen
 - b. Zijn er nog andere overwegingen die van invloed zijn op de motivatie om als corporatie te gaan verkopen? – open vraag
 - c. Verwacht u dat er in de toekomst andere overwegingen gaan spelen? – open vraag
3. Ervaringen met verkoop
 - a. Hoeveel woningen heeft u corporatie verkocht in 2014?
 - b. Hoeveel woningen in 2014 heeft u complexmatig en via uitpanden verkocht?
 1. Uitpanden:
 - a. 0
 - b. 0 – 50
 - c. 51 – 100
 - d. 101 – 250
 - e. 251 – 500
 - f. 501 – 1000
 - g. 1001 – 2000
 - h. 2001 – 3000
 - i. > 3001
 2. Complexmatig:
 - a. 0
 - b. 0 – 50
 - c. 51 – 100
 - d. 101 – 250
 - e. 251 – 500
 - f. 501 – 1000
 - g. 1001 – 2000
 - h. 2001 – 3000
 - i. > 3001

- c. (Indien verkocht in 2014 via complexmatige verkoop). Aan wie heeft u de woningen verkocht in 2014?
1. Complexgewijze verkoop aan beleggers
 2. Complexgewijze verkoop aan corporaties
 3. Anders, namelijk:
- d. Op welke wijze heeft u de complexmatige verkoop in 2014 uitgevoerd?
1. Onderhandse verkoop (1 op 1 verkoop)
 2. Openbare verkoop
 - a. Tender (voor iedereen toegankelijk)
 - b. Besloten (alleen op inschrijving)
 3. Non binding of Binding (Bnding is 1 biedingsronde zonder open voorwaarden en non binding is meerdere biedingsronden met open voorwaarden)
- e. Wat was(ren) de reden(en) om de woningen via een complexmatig verkoop in 2014 te verkopen?
- i. Snelheid van benodigde inkomsten, liquiditeit
 - ii. Snelheid in het heralloceren (geografisch) van het vastgoed
 - iii. Goede afzetmogelijkheden in de markt
 - iv. Doorlooptijd van uitponden te lang
 - v. Ongewenst effect van verdeeld eigendom in complex
 - vi. Ongewenst effect van uitgaande kasstromen voor het onderhoud van de VvE te voorkomen
 - vii. Anders, namelijk:
- f. Wat was de reden om de woningen via uitponden te verkopen?
- i. Hogere opbrengstwaarde per woning
 - ii. Differentiatie in de wijk
 - iii. Bieden van kansen aan starters
 - iv. Doorlooptijd van uitponden was geen knelpunt
 - v. Effect van uitgaande kasstromen voor het onderhoud van de VvE was geen knelpunt
 - vi. Ten behoeve van de benodigde inkomsten, liquiditeit
 - vii. Ten behoeve van de herallocatie (geografisch) van het vastgoed
 - viii. Goede afzetmogelijkheden in de markt
 - ix. Onervarenheid met complexmatige verkoop
 - x. Mogelijkheid voor de verkoop onder voorwaarden (Koopgarant, Te woon of andere vormen)
 - xi. Anders, namelijk:
- g. Veel gemeentelijke organisaties en ook huurders hebben liever niet dat corporaties verkopen aan commerciële beleggers. Gemeenten vanuit de sturing op de sociale woningvoorraad en huurders vanwege de hogere huurverhogingen (zeker gezien de mogelijke hogere huurverhogingen van beleggers in het sociale huurakkoord) Heeft uw corporatie de voorkeur om niet te verkopen aan commerciële beleggers?
- i. Ja
 - ii. Nee

4. Toekomstverwachtingen

- i. Hoeveel woningen verwacht u te verkopen in 2015?
 - a. 0 – 50
 - b. 51 – 100
 - c. 101 – 250
 - d. 251 – 500
 - e. 501 – 1000
 - f. 1001 – 2000
 - g. 2001 – 3000
 - h. > 3001
- ii. Hoeveel woningen verwacht u gemiddeld in 2015 te verkopen via uitponden en complexmatige verkoop?
 1. Uitponden:
 - a. 0 -10%
 - b. 11-20%
 - c. 21 – 30%
 - d. 31 - 40%
 - e. 41 - 50%
 - f. 51 - 60%
 - g. 61 – 70%
 - h. 71 – 80%
 - i. 81 – 90%
 - j. 90-100%
 2. Complexmatige verkoop:
 - a. 0 -10%
 - b. 11-20%
 - c. 21 – 30%
 - d. 31 - 40%
 - e. 41 - 50%
 - f. 51 - 60%
 - g. 61 – 70%
 - h. 71 – 80%
 - i. 81 – 90%
 - j. 91 - 100%
- iii. Aan welke doelgroep verwacht u de complexmatige verkoop in 2015 te realiseren?
 - a. Complexgewijze verkoop aan beleggers
 - i. %?
 - b. Complexgewijze verkoop aan corporaties
 - i. %?
 - c. Ruilen met corporaties (betekent met “gesloten beurs”)
 - i. %?
 - d. Anders, namelijk:
 - i. %?

- iv. Hoeveel woningen verwacht u in de komende 5 jaar gemiddeld jaarlijks te verkopen?
- 0 – 50
 - 51 – 100
 - 101 – 250
 - 251 – 500
 - 501 – 1000
 - 1001 – 2000
 - 2001 – 3000
 - > 3001
- v. Hoeveel woningen verwacht u gemiddeld jaarlijks te verkopen via uitponden in de komende 5 jaar?
- Uitponden:
 - 0 -10%
 - 11-20%
 - 21 – 30%
 - 31 - 40%
 - 41 - 50%
 - 51 - 60%
 - 61 – 70%
 - 71 – 80%
 - 81 – 90%
 - 90-100%
 - Complexmatig
 - 0 -10%
 - 11-20%
 - 21 – 30%
 - 31 - 40%
 - 41 - 50%
 - 51 - 60%
 - 61 – 70%
 - 71 – 80%
 - 81 – 90%
 - 91 - 100%
- vi. Aan welke doelgroep verwacht u de complexmatige verkoop te realiseren :
- Complexgewijze verkoop aan beleggers
 - %?
 - Complexgewijze verkoop aan corporaties
 - %?
 - Ruilen met corporaties (betekent met “gesloten beurs”)
 - %?
 - Anders, namelijk:
 - %?

b. Visie op regeringsbeleid

i. De nieuwe woningwet heeft een duidelijk onderscheid gemaakt tussen de DAEB en niet-DAEB activiteiten.

1. Bent u voornemens om afstand te doen van de niet-DAEB activiteiten (betreft enkel bestaande huurwoningen)?

- a. Ja
- b. Nee
- c. Weet ik niet

2. Op welke wijze gaat u afstand doen van de niet-DAEB activiteiten (betreft enkel bestaande huurwoningen)?

- Complexgewijze verkoop aan beleggers
- Complexgewijze verkoop aan corporaties
- Uitponden
- Ruilen met corporaties (betekent met "gesloten beurs")
- Anders, namelijk:

ii. De nieuwe woningwet geeft aan dat corporaties actief mogen zijn in bepaalde kerngebieden. Per 1-1-2017 zal per corporatie inzichtelijk zijn in welke kerngebieden men actief mag zijn.

1. Is uw corporatie actief in meerdere kerngebieden?

- a. Ja
- b. Nee
- c. Weet ik nog niet

2. Zo ja, verwacht u dat uw corporatie niet meer actief mag zijn in niet-kerngebieden?

- d. Ja
- e. Nee
- f. Weet ik nog niet

3. Indien u in meerdere kerngebieden actief bent en de minister geeft aan dat dit niet mogelijk is voor uw corporatie. Op welke wijze gaat u dan afstand doen van het vastgoed in de niet kerngebieden?

- Complexgewijze verkoop aan beleggers
- Complexgewijze verkoop aan corporaties
- Uitponden
- Ruilen met corporaties (betekent met "gesloten beurs")
- Anders, namelijk...

5. Portefeuillesturing

a. Maakt uw organisatie gebruik van integrale portefeuillesturing?

- i. Ja
- ii. Nee

b. Mijn organisatie stelt vooraf strategische kaders vast voor de vastgoedportefeuille?

- i. Ja
- ii. Nee

c. Mijn organisatie heeft duidelijk onderscheid gemaakt in de rollen en verantwoordelijkheden voor portefeuillemanagement, assetmanagement en propertymanagement?

- i. Ja
- ii. Nee

- d. Mijn organisatie meet de prestaties op de vastgoedportefeuille (indirect en direct rendement)
 - i. Ja
 - ii. Nee
- e. Mijn organisatie hanteert een percentage Niet-DAEB woningen
 - i. Ja
 - ii. Nee
- f. Mijn organisatie hanteert een percentage aandeel op type vastgoed (sociaal, dure huur, EGW, MGW, studentenwoningen etc)
 - i. Ja
 - ii. Nee
- g. Mijn organisatie meet de performance (rendement) van de portefeuille periodiek.
 - i. Ja
 - ii. Nee

6. Hold/sell analyse/factoren

- a. Welke factoren hebben meegespeeld bij de keuze voor het aanwijzen van de complexen voor verkoop?
 1. Marktfactoren (zoals woningtekort, huishoudengroei, dynamiek, economische groei, inkomensontwikkeling en leefbaarheid)
 2. Portefeuillefactoren (geografische ligging, de "fit" van het complex bij de strategische kaders)
 3. Risico (exploitatiekosten, leegstand en mutatiegraad)
 4. Kwaliteit huurdersbestand
 5. Leegstandcijfers
 6. Energielabel
 7. Type en leeftijd
 8. Verkoopbaarheid
 9. Verhuurbaarheid
 10. Technische kwaliteit / risico's
 11. Locatiekwaliteit
 12. Huurpotentie
 13. Subjectieve mening complex (plek, karakter, ligging etc)
 14. Betaalbaarheid
 15. Opgave in de wijk
 16. Geografisch
 17. Afspraken stakeholders
 18. Anders, namelijk:
- b. Zijn er nog andere factoren die van invloed zijn op het bepalen van de complexen die in aanmerking komen voor verkoop? - open vraag

- 7. Heeft u interesse om met mij over de wijze waarop corporaties bepalen welke complexen in aanmerking komen voor verkoop en welke keuzes corporaties maken voor een bepaalde verkoopmethode nader door te bespreken?
 - a. Ja
 - b. Nee

Bijlage 2 Deelnemers enquête

Naam corporatie	Deelnemer	Functie	Aantal verkopen 2013	Aantal verkopen 2014
Laurentius	Mevr. M. Van der Lans	Manager Wonen	1068	36
Mitros	Dhr. B. Staffhorst	Manager Strategie	286	258
Stadgenoot	Dhr. B. Binnerts	Assetmanager	410	339
Stichting De Alliantie	Dhr. C. Petterson	Manager Verkoop	692	665
Stichting DeltaWonen	Dhr. G.J. Wolleswinkel	Assetmanager	610	62
Stichting Lefier	Dhr. P. Looije	Portefuillemanager	274	181
Stichting Mooiland	Dhr. J. W. Sijrier	Assetmanager	1210	348
Stichting Portaal	Dhr. R. Wiedeman	Acquisitie & Dispositie	419	504
Stichting Vestia	Mevr. T. Van Rood	Directeur Vastgoed	3447	6942
Stichting Woonstad Rotterdam	Dhr. K. Schellen	Portefuillemanager	352	189
Stichting Woonzorg Nederland	Mevr. J. Tille	Portefuillemanager	459	305
Stichting Ymere	Dhr. Y. Unlu	Senior Assetmanager	1022	1240
Woningstichting Eigen Haard	Dhr. B. Molenkamp	Manager Verkoop	371	60
Woningstichting Servatius	Dhr. R. Clement	Directeur Vastgoed	305	362
Eindtotaal			10925	11491

Niet ingevulde enquêtes van uitgenodigde deelnemers:

Naam corporatie	Aantal verkopen 2013	Aantal verkopen 2014
Rochdale	2575	277
Stichting Woonbron	519	150
Woningstichting de Key	308	377
Eindtotaal	3402	804

Bijlage 3 Topiclijst expertinterviews

- Toelichting op afstudeeronderzoek
- Welke procesmodellen c.q. sturingsmodellen worden gehanteerd bij institutionele beleggers en specifiek bij de uw organisatie? Verschillen met corporaties?
- Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen corporaties en commerciële vastgoedbeleggers op het gebied van verkoopbeslissingen? Verschillen met corporaties?
- Hoe komt de besluitvorming van een te verkopen complex tot stand?
- Wat zijn de belangrijkste strategische factoren voor een hold/sell beslissing bij institutionele woningbeleggers?
 - a. Reflectie op bevindingen:
 - i. Rendement en risico op portefeuilleniveau
 - ii. Geografisch, locatie
 - iii. Omvang portefeuille
 - iv. Type vastgoed
 - v. vervangen van direct vastgoed voor indirect vastgoed
 - vi. veiligstellen van de financiering en continuïteit
 - vii. Jaarlijkse verkoop van 5%-10%, vernieuwing portefeuille
- Wat zijn de belangrijkste tactische factoren (hold/sell analyse) bij institutionele woningbeleggers?
 - a. Reflectie op bevindingen:
 - i. bijdrage aan meer differentiatie door verkoop (maatschappelijk)
 - ii. verkoop slecht verhuurbaar bezit (financieel)
 - iii. complexen met meer marktrisico (financieel)
 - iv. verkoopopbrengsten (financieel)
 - v. hoge onderhoudskosten
 - vi. Vertrek huurders
 - vii. Huurdebiteurenrisico's
 - viii. Expiratie huurovk, Huurcontract korten dan 4 jaar
 - ix. Concurrentiepositie complex
 - x. Huurpotentie
 - xi. Kwaliteit en leeftijd complex
 - xii. Hoogte en ontwikkeling exploitatiekosten
 - xiii. Duurzaamheid complex (energielabels)
 - xiv. Onmogelijkheden herontwikkeling
 - xv. Automatisch verkopen na 6 jaar
- Welke rol speelt verkoopbaarheid in de hold/sell analyse bij institutionele beleggers?
- Wat zijn de belangrijkste maatschappelijke factoren op strategisch en tactisch niveau voor een corporatie?

Bijlage 4 verslag expertinterviews Verslag expertinterviews

Ter aanvulling van het theoretisch onderzoek wordt gebruik gemaakt van expertinterviews. Door gebruik te maken van expertinterviews wordt nader onderzoek gedaan naar de wijze waarop portefeuillesturing wordt toegepast bij institutionele beleggers en de strategische en tactische factoren die van invloed zijn op een verkoopbeslissing bij corporaties en institutionele beleggers.

Er is gekozen voor experts die kennis en ervaring hebben met de wijze waarop institutionele beleggers en corporaties omgaan met portefeuillesturing en verkoopbeslissingen. De volgende personen zijn uitgenodigd om aan de interviews deel te nemen:

- Jorn Thoomes, National Director Capital Markets Jones Lang Lasalle (woningbeleggingen);
- Kees van Harten, partner Capital Value (woningbeleggingen);
- Erik Beets, Hoofd assetmanagement Patrizia Netherlands;
- Dennis Wedding, portefeuillemanager Amvest (Dynamic Fund);
- Paul Tazelaar, programmamanager waardesturing Vestia & docent aan de ASRE;
- Duco Bodewes, adviseur, interim-management, sparringpartner assetmanagement woningcorporaties. Duco Bodewes Advies.

De open expertinterviews zijn in de periode mei tot en met augustus 2015 uitgevoerd. Aan de hand van een topiclijst (bijlage 3) zijn de reeds onderzochte onderdelen uit de theorie besproken en zijn vragen gesteld over mogelijk ontbrekende elementen voor de theorie. De deskundigen hebben diverse aanvullingen gedaan op de theorie en deels theorie op punten bevestigd. In de onderstaande alinea's zijn de resultaten van de interviews nader uitgewerkt.

De experts geven aan dat institutionele vastgoedbeleggers gebruik maken van de bekende "piramide" voor het sturen op de vastgoedportefeuille en de verschillende verantwoordelijkheden c.q. rollen. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen strategisch, tactisch en operationeel niveau. De invulling door institutionele beleggers van deze verschillende niveaus is verschillend. Als voorbeeld wordt genoemd dat er verschillen zijn in de wijze waarop een assetmanager zelfstandig beslissingen kan nemen en ruimte krijgt om het beleggingsbeleid uit te voeren. Het kan ook dat de rollen elkaar voor een deel overlappen door bijvoorbeeld de beperkte omvang van de vastgoedportefeuille of van een onderneming. In principe adviseert de assetmanager de portefeuillemanager en neemt de portefeuillemanager beslissingen. Veelal in overleg met de aandeelhouders of afgevaardigden daarvan. In principe dient op strategisch niveau bewaakt te worden dat wordt voldaan aan de doelstellingen van het beleggingsbeleid. Ook op tactisch niveau ligt er een verantwoordelijkheid voor het rendement. Bij afwijkingen gaan strategisch en tactisch niveau met elkaar in gesprek.

Door middel van een jaarlijkse cyclus worden in eerste aanleg de strategische kaders voor de vastgoedportefeuille bepaald. Vervolgens wordt aan de hand van een hold/sell analyse de performance beoordeeld en afgezet tegen de strategische kaders. Op basis van de genomen beslissingen wordt een plan opgesteld voor verkopen, beheren en afstoten. Aan dit plan wordt een budget gekoppeld. Het algemeen beeld van de experts is dat de institutionele woningbelegger verder is geprofessionaliseerd met de integrale vastgoedsturing op de

vastgoedportefeuille. Bij corporaties lopen de verschillende rollen door elkaar heen en wordt er niet of nauwelijks gewerkt met duidelijke strategische kaders. Volgens een expert hebben naar schatting slechts 15 corporaties een goed hold/sell analyse waarbij de performance wordt afgezet tegen de strategische doelstellingen. Een professionele tactische besluitvorming behelst minimaal een besluit op tactisch niveau die ten dienste staat van de strategie. Daarnaast dient er evenwicht te zijn in de verbinding tussen strategie en tactisch niveau. Dat is volgens de expert bij de 20 grootste corporaties nog niet integraal doorgevoerd. Een goede portefeuillestrategie voor een corporatie bestaat minimaal uit maatschappelijke keuzes. Corporaties hebben nog de grootste moeite om deze keuzes te maken waardoor de strategische kaders vaak nog onduidelijk zijn geformuleerd. Volgens de expert ontkomen corporaties er niet aan om maatschappelijk en financieel/economische doelstellingen voor de vastgoedportefeuille te formuleren.

Diverse experts merken op dat bij institutionele beleggers regelmatig reporting en procesknelpunten aanwezig zijn. Met name de kwaliteit van de informatie is een veel terugkerende knelpunt. De experts bevestigen dat over het algemeen assetmanagement c.q. rendementssturing (op een enkele uitzonderingen na) nog in de kinderschoenen staat bij corporaties. De experts delen de visie dat corporaties in het algemeen niet verkoopbeslissingen nemen op basis van een integraal sturingsmodel op de vastgoedportefeuille. Veelal worden besluiten niet afgewogen tegen de strategische kaders en de effecten van de beslissing op de totale performance van de portefeuille. Assetmanagement staat nog in de kinderschoenen volgens de experts. Corporaties nemen vaak adhoc beslissingen voor de aan te wijzen complexen voor verkoop. Onervarenheid speelt daarbij een grote rol. Ook geven experts aan dat corporaties veelal geografisch historisch verankerd zijn en daardoor meer beperkt zijn (veelal lokaal gebonden). Ook de nieuwe woningwet gaat naar verwachting ook een rol spelen in de geografische (on)mogelijkheden. Landelijke corporaties zijn eerder een uitzondering dan regelmaat.

De experts bevestigen dat voor een institutionele belegger het optimaliseren van het rendement – risicoprofiel centraal staat bij institutionele beleggers. De institutionele belegger kan met de verkoopopbrengsten nieuwe aankopen met een beter rendementsprofiel financieren (dynamisch portefeuillebeleid). Daarnaast kan volgens een expert het moment van de waardeontwikkeling een factor zijn. Indien het vastgoed een hoogtepunt heeft bereikt van de waardeontwikkeling is het gunstig om te verkopen. Financiële continuïteit is voor institutionele beleggers ook van belang vanwege gewenste stabiliteit in de kasstromen op langere termijnen (10 jaar termijn). Er is bij voorkeur zicht op stabiliteit en een wat lager rendement dan onstabiliteit (hoge volatiliteit) in de kasstromen. De vuistregel om jaarlijks 5% tot 10% te verkopen/vernieuwen van de vastgoedportefeuille zien de experts wel terug wanneer er voldoende eigen vermogen aanwezig is en wanneer de institutionele belegger geen uitbreiding van de portefeuille wenst. Bij behoefte aan de vergroting van de portefeuille is dispositie minder aanwezig als de financiële noodzaak er niet is. Deze vuistregel komt mede voort uit de leeftijdsopbouw van de portefeuille. Bij het op lange termijn consequent hanteren van de 5% tot 10% regel houd je de gemiddelde leeftijd (bij een nieuwbouw investeringsstrategie of jong

vastgoed) van de vastgoedportefeuille op een relatief jong niveau. Dat heeft een gunstig effect op de exploitatiecijfers, risicoprofiel en het rendement.

Institutionele beleggers sturen naast rendement ook op leeftijd en kosten. Daarnaast maken de beleggers keuzes vanuit geografische redenen. Veel volume in 1 gebied kan leiden tot verkoop vanwege de risico's actief te zijn op 1 locatie (ook wel diversificatie genoemd). Daarnaast bepalen institutionele beleggers vooraf de gewenste investeringslocaties. Dit gebeurt op basis van onderzoek naar de huishoudengroei, woningmarktontwikkelingen en andere factoren die van invloed zijn op de aantrekkelijkheid van een locatie. Dat geldt ook voor het type vastgoed waarin de institutionele beleggers investeren. De experts geven aan dat dit ook wel structuurfactoren worden genoemd waarbij onderscheid gemaakt wordt in de portefeuillevactoren (geografische "fit") en marktfactoren (macro economische factoren).

De experts geven aan dat voor corporaties volkshuisvestelijke of maatschappelijke overwegingen van invloed zijn op strategisch en tactisch niveau. Experts geven aan dat betaalbaarheid, leefbaarheid, afspraken met stakeholders (gemeente, overheid en huurders) meegewogen zouden moeten worden in de verkoopbeslissingen. Daarnaast zijn motieven bij corporaties om te gaan verkopen volgens de experts veelal financieel gedreven. Dat kan vanuit een behoefte zijn voor liquiditeiten voor investeringen maar ook vanwege financiële problemen zoals bij Vestia.

Een van de experts heeft nadere inzage gegeven in het afwegingskader op tactisch niveau. De expert heeft daarbij inzage gegeven in de factoren die worden opgenomen en gewogen (inclusief scores en wegingen) in de hold/sell analyse. Gezien de vertrouwelijkheid is er voor gekozen om de inzage in een verslagvorm weer te geven. Naast de hiervoor genoemde structuurfactoren is er sprake van object specifieke factoren. Object specifieke factoren zijn gerelateerd aan het complex. Deze factoren zijn op 3 niveau's te verdelen. Op het eerste niveau is er sprake van een risico van het complex zoals onderhoud (exploitatiekosten), leegstand en de mutatiegraad. Het tweede niveau zijn 5 factoren die met name de huidige performance en historische resultaten op het rendement direct beïnvloeden. Dat zijn huurpotentie, kwaliteit huurdersbestand, leegstandcijfers, energielabels en type/leeftijd. Op het derde niveau wordt de visie van de assetmanager ingegeven. In de hold/sell analyse kunnen de assetmanagers nog specifieke kenmerken beoordelen en van een score voorzien. Dit zijn factoren die zich niet laten uitdrukken in de huidige en de historische resultaten van een specifiek complex maar bevat specifieke kennis over het complex. Dit is een meer "subjectieve" en kwalitatieve onderdeel van de hold/sell analyse. De factoren zijn verkoopbaarheid, verhuurbaarheid, technische visie, de locatiekwaliteit en de huurpotentie. Op basis van een hold/sell analyse wordt de performance van het rendement afgezet tegen het geïst rendement. Of per complex worden de rendementen afgezet tegen de kwalitatieve score van een complex. Elke factor wordt beoordeeld aan de hand van een score (bijvoorbeeld 1 t/m 5 waarbij score 1 slecht is en een score 5 uitstekend). Per factor worden deze scores percentagegewijs gewogen ten opzichte van alle factoren. De wijze voor de bepaling van de scores en wegingen verschilt per institutionele belegger.

Experts geven aan dat het kwadrantenmodel veel wordt gebruikt om inzicht te krijgen in de performance van de vastgoedportefeuille. Dit kwadrantenmodel bevat niet meer dan een model om inzicht en overzichten te generen. Kortom een analysehulpmiddel.

Op de vraag of verkoopbaarheid een integraal onderdeel uitmaakt van de hold/sell analyse zijn de experts van mening dat dit geen grote factor is in de hold/sell analyse. Het heeft ook een beperkte invloed op de besluitvorming. Soms wordt een mening gevraagd van de manager dispositie, maar veelal is het een beslissing die door de assetmanager in overleg met de portefeuillemanager wordt genomen. Bij institutionele beleggers wordt het team en/of de kennis over dispositie vaak betrokken nadat de hold/sell beslissing is genomen door de assetmanager.

Overig

Naast de vragen uit de topiclijst zijn nog een andere elementen besproken tijdens de interviews. Deze onderdelen zijn in deze paragraaf beschreven.

Een bonussysteem kan belemmerend werken. De assetmanager en de portefeuillemanager ontvangen op basis van goede resultaten op huurinkomsten en waardeontwikkeling een bonus. Dit heeft behoorlijke invloed op de sturing op inkomsten en waarde zoals bijvoorbeeld de taxatiewaarde en is daarbij ook van invloed op de hold/sell analyse.

Een lokale particuliere belegger verkoopt nagenoeg niet complexmatig, maar vooral via uitponden (businessmodel). De analyse voor een hold/sell beslissing is voor een kleine lokale particuliere belegger dan ook eenvoudig volgens een expert. Namelijk de centrale vraag is wat de lokale makelaar adviseert qua verkoopprijs. De particuliere belegger besluit aan de hand van dit advies om over te gaan tot uitponden of nog een keer verhuren. De verkoopprijs van de woning dient dan hoger te zijn dan de waarde op de balans.