

## **Reactie Ymere op wijziging BTIV ten aanzien van wisseling gebruik van marktwaarde en beleidswaarde in jaarverslaglegging.**

Voor de consultatie in het kader van de verzamelwijziging van de BTIV zien wij aanleiding om specifiek te reageren op de voorgestelde wijziging van Artikel 31, lid 1: de wisseling van marktwaarde en beleidswaarde als grondslag op de balans voor de jaarverslaglegging.

### **Visie op voorgestelde wijziging**

In onze visie is een wisseling van de plaats tussen de marktwaarde en de beleidswaarde in de jaarrekening, op basis van de waardebegrippen zoals die op dit moment in de sector bekend zijn, niet gewenst. Voor een juiste weergave van de “actuele waarde” hechten wij belang aan een transparante, objectieve, waarderingsmethodiek op basis waarvan het vermogen en bedrijfsspecifieke vermogensrisico's van de onderneming zichtbaar worden gemaakt. Op dit moment achten wij de marktwaarde in verhuurde staat als de juiste weergave van deze actuele waarde. De beleidswaarde vinden wij voor de jaarverslaglegging relevant, maar is op dit moment onvoldoende uitgewerkt om als zelfstandig waardebegrip functioneren. Voor nu volstaat de beleidswaarde als toelichtende waardering om inzicht te geven in de maatschappelijke opgave van een woningcorporatie. Hieronder lichten wij onze visie toe.

### **Doel van actuele waarde**

Met de actuele waarde wordt beoogd de ‘werkelijke’ waarde van alle bezittingen (overwegend vastgoed) van een woningcorporatie op de balans inzichtelijk te maken. Hiervoor zien we de marktwaarde als het meest passende waardebegrip. De marktwaarde in verhuurde staat betreft een geobjectiveerde waarde van de vastgoedportefeuille. Dit is relevant, omdat het in de vastgoedsector breed toetsbaar, vergelijkbaar en herkenbaar is. De definities en rekensystematiek worden ook eenduidig toegepast en geborgd in richtlijnen binnen de taxatiebranche. De juistheid en actualiteit van de marktwaarde kan getoetst worden aan feitelijke marktreferenties.

De marktwaarde in verhuurde staat reflecteert de waarde die een objectieve derde partij toekent aan het bezit van de onderneming. Het is niet ongebruikelijk om de waarde van bezittingen aan de activazijde van de balans te koppelen aan prijsvorming in de markt.

In principe is de marktwaarde een complex specifieke waardering, waarbij enerzijds de actuele huurcontractkenmerken en anderzijds locatie- en pand specifieke (markt)risico's tot uiting komen in de vastgoedwaarde. De risico's van de samenstelling van de vastgoedportefeuille komen tot uiting in de waarde van deze portefeuille en daarmee wordt het actuele vermogensrisico van een woningcorporaties zichtbaar. Denk bijvoorbeeld aan onderpand-/discontinuïteitsrisico's.

De beleidswaarde betreft een waardering van de beleidsmatig bepaalde kasstromen, volgend uit het huurbeleid, MJOB en algemene beheerkosten. Vanaf het waarderingsjaar 2024 wordt er in de beleidswaarde uitgegaan van een 60-jaar exploitatieperiode en een algemene (sociale) sector disconteringsvoet. Locatie- en pandspecifieke (markt)risico's spelen nagenoeg geen rol in de beleidswaardering, mits er geen sprake is van achterstallig onderhoud en/of een EFG-label. Dit maakt de beleidswaardering niet zozeer een vastgoedwaardering, maar een bedrijfswaardering.

De waardering is tevens gebaseerd op gestandaardiseerde uitgangspunten. Zo wordt er een sector brede disconteringsvoet voorgeschreven en geldt er voor al het vastgoedbezit een fictie van een voortdurende (reguliere) vastgoedexploitatie, daar waar er in de praktijk ook beleidskeuzes ten aanzien van investerings- en desinvesteringsactiviteiten gemaakt worden. Door uit te gaan van gestandaardiseerde uitgangspunten in plaats van corporatie specifieke risico's en beleidskeuzes, wordt de beleidswaarde een theoretische berekening van een maatschappelijke kasstroom. Hiermee kan het waardebegrip beleidswaarde volgens ons niet volstaan als actuele dan wel werkelijke waarde op de balans van een corporatie.

Wij zijn van mening dat de beleidswaarde een relevant waardebegrip kan zijn in de verslaglegging door woningcorporaties. Naast een marktwaardering, beredeneerd vanuit een objectief

marktperspectief, is het zinvol om de waarde vanuit maatschappelijk gedreven beleid, en de specifieke risico's hiervan, tot uiting te brengen in een waardebegrip. De toelichting op de beleidswaarde en waarderingsrichtlijnen zoals die nu in de bijlage van het Handboek staan omschreven vinden wij echter onvoldoende om te spreken van een op zichzelf staand waardebegrip. In de consultatieronde voor de aanpassing van de beleidswaarde (5 oktober 2023) hebben wij reeds enkele aandachtspunten benoemd en aanbevelingen gedaan waarmee dit waardebegrip naar onze mening meer aan betekenis kan winnen (zie bijlage voor betreffende reactie beleidswaarde aanpassing).

Een belangrijke voorwaarde om te spreken van een op zichzelf staand waardebegrip is een duidelijke grondslag en definitie. Daar waar de definitie van de marktwaarde de investeringsbereidheid van een objectieve derde partij in een vastgoedobject representeert, is het niet duidelijk wat voor betekenis (in praktische zin) er gegeven kan worden aan de beleidswaarde. In de toelichting van de voorgestelde wijzigingen van de BTIV wordt gesproken van een waarde van het bezit in het 'maatschappelijk verkeer'. Wat dit concreet betekent staat niet toegelicht. Refererend aan de reactie in eerdere consultatieronde bevelen wij aan de richtlijnen voor het waardebegrip beleidswaarde na de waarderingsronde 2024 nogmaals te evalueren en desgewenst verder uit te diepen.

### **Proces van evaluatie van waardebegrippen**

Uit de evaluatie van de markt- en beleidswaarde die in juli 2023 gepubliceerd is, zijn er verbetervoorstellen gepresenteerd voor beide waardebegrippen. Momenteel wordt er gewerkt aan de verbetering van de richtlijnen van zowel de beleidswaarde als de marktwaarde voor de jaarverslaglegging. Voor de aangepaste beleidswaarde (2.0) geldt dat er al richtlijnen zijn geformuleerd die zijn terug te vinden in de bijlage van het Handboek Modelmatig waarden voor het verslagjaar 2023. De eerste uitkomsten van de beleidswaarde 2.0 zullen voor de jaarrekening 2024 bekend worden. Het is niet uit te sluiten dat de uitkomsten van 2024 leiden tot een eerste evaluatie van de beleidswaarde 2.0, van waaruit aanpassingen of aanscherpingen van richtlijnen gewenst zijn. Ook mede ingegeven door de eerder genoemde aandachtspunten en aanbeveling uit voorgaande consultatieronde.

Voor wat betreft het verbetervoorstel voor de systematiek van de marktwaardering (vanaf 2025) is voornamelijk geen uitsluitend gegeven. Voor de implementatie van een nieuwe richtlijn dient eerst nog draagvlak opgehaald te worden en vervolgens een systeemwijziging (software en rekensystematiek) doorgevoerd en getoetst te worden. Een tijdsplan richting 2025 lijkt hierbij zeer ambitieus voor een zorgvuldige uitvoering van een systeemwijziging.

Vooralsnog is er sprake van twee waardebegrippen die op dit moment inhoudelijk nog ter discussie gesteld kunnen worden en waarbij het niet duidelijk is of er sector breed ook sprake is van een breed draagvlak. Wij achten het niet waarschijnlijk dat wij voor de jaarverslaglegging van 2025 beschikken over een verbeterde systematiek voor zowel de marktwaarde als beleidswaarde, die ook volledig geëvalueerd en robuust genoeg bevonden zijn. Een draagvlak meting over de wissel van waardebegrippen is in onze ogen nu niet opportuun.

Wij adviseren om een langer tijdsplan te hanteren waarbij er in eerste instantie toegewerkt wordt naar een sector breed draagvlak voor de methodiek en toepassing van beide waardebegrippen in de verslaglegging, alvorens er gesproken wordt over een eventuele wissel van deze begrippen in de jaarrekening.

Over de wijze waarop dit tijdsplan hiervoor opgesteld wordt en de betrokkenheid van belanghebbende instanties (BZK, AW, WSW, AEDES), verzoeken wij hier tijdig en helder over te communiceren.

Uw reactie op bovenstaande zien wij graag tegemoet.

Met vriendelijke groet,  
Frank Vernooij  
Stichting Ymere

## **Bijlage: Reactie op consultatieronde voor aanpassing beleidswaarde, 5 oktober 2023**

### **Consultatie Beleidswaarde: reactie Stichting Ymere**

Met belangstelling hebben wij gekeken naar de voorgestelde wijzigingen voor de berekening van de beleidswaarde. In het algemeen wordt de wijziging van de methodiek, waarbij gestreefd wordt naar een meer herkenbare waardering voor woningcorporaties, positief ontvangen. Via deze consultatieronde delen wij graag onze visie en aandachtspunten ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen.

De onderstaande beantwoording van de vier consultatievragen betreft een gezamenlijke reactie van de woningcorporaties De Alliantie, Eigen Haard, De Key, Stadgenoot en Ymere.

#### **I. Vindt u de wijzigingen in de manier waarop de beleidswaarde wordt berekend helder en werkbaar?**

De voorgestelde wijzigingen worden gezien als logische stappen die in principe moeten leiden tot een heldere en/of eenvoudige berekening van de beleidswaarde. Het voorstel wordt dan ook gezien als een nodige aanpassing van de huidige methodiek achter beleidswaarde. Inhoudelijk zien wij aandachtspunten bij de onderbouwing en uitvoering van de voorgestelde wijzigingen. Kort samengevat gaat het om de volgende punten:

- De keuze voor één generieke sector disconteringsvoet in plaats van een corporatie specifiek risico-/rendementsprofiel;
- De onderbouwing van de risico opslag voor de vastgoedexploitatie;
- De onderbouwing van de waarderingsgrondslag achter de EV/VV verhouding;
- De uitvoeringsrichtlijnen voor 60-jaars kasstroomprojectie;
- De uitvoeringsrichtlijnen over de inrichting van de MJOB binnen de beleidswaarde berekening;
- De afbakening van het begrip 'noodzakelijke investeringen'.

Een herkenbare beleidswaarde wordt ook gezien als een voorwaarde voor een werkbare beleidswaarde. Hiervoor geldt dat een heldere algemene definitie van wat de beleidswaarde is, bijdraagt aan de uitwerking van de methodiek achter de beleidswaarde. Zie ook ons antwoord bij vraag IV.

#### *Disconteringsvoet*

De methodische aanpassing naar een sociale disconteringsvoet is een logische stap, daar waar de marktconforme disconteringsvoet in de huidige beleidswaarde een onjuist beeld geeft van het risico-/rendementsprofiel van een woningcorporatie. De bouwstenen van de sociale disconteringsvoet zijn herkenbaar en voldoende omvattend voor het bedrijfsmodel van de woningcorporatie. Voor wat betreft de invulling van de bouwstenen zijn er de volgende aandachtspunten:

- Generiek: Er is gekozen voor één disconteringsvoet voor de gehele sector. Dit zorgt voor een vereenvoudiging van de beleidswaarde berekening die wellicht helpt in een versimpelde vergelijking tussen corporaties, maar daarmee geen rekening houdt met een corporatie specifiek risico-/rendementsprofiel, dat gedreven wordt door bijvoorbeeld:
  - de samenstelling van de vastgoedportefeuille (in type en locatie);
  - de eigen investeringsopgave/-ambitie;
  - beleidscontext binnen een gemeente;
  - de eigen leningenportefeuille

- Vermogensverhouding en WACC: Er wordt uitgegaan van een generieke EV/VV verhouding. De vermogensverhouding is juist een van de kritische parameters die corporatie specifieke risico's in een beleidswaarde bepalen. Hetzelfde geldt voor de standaard ingerichte kosten van het eigen en vreemd vermogen. Zouden de verschillen tussen risicovolle en minder risicovolle leningenportefeuilles van woningcorporaties niet juist tot uiting moeten komen binnen een beleidswaardering?  
Het rendement op vreemd vermogen is met behulp van eenduidige richtlijnen ook corporatie specifiek in te richten en kan zo al bijdragen aan een meer waarheidsgetrouwe weergave van het risicoprofiel van de corporatie.  
De keuze voor de bouwkosteninflatie als uitgangspunt voor het rendement op eigen vermogen wordt wel gezien als een aannemelijke geobjectiveerde rendementseis.

**Vraag 1:** Wat zijn de overwegingen geweest voor de keuze van één generieke sector disconteringsvoet? En zou een corporatie specifieke disconteringsvoet niet passender zijn voor het vergelijken van het risicoprofiel tussen woningcorporaties?

**Vraag 2:** Ten aanzien van de sector sociale disconteringsvoet wordt gesteld, dat dit het benodigde rendement is dat corporaties nodig hebben voor de instandhouding van hun vastgoed en een op corporaties toegesneden risico-opslag. Dit rendement zou in de praktijk weinig variëren tussen regio's en complexen. Uit welke cijfermatige analyses blijkt deze geringe variatie? En hoe is hier een vergelijking gemaakt tussen corporaties, vastgoedsegmenten en of regio's?

- Opslagen rendement: Voor het risico op de vastgoedexploitatie wordt uitgegaan van een opslag van 0,5%. Dit is een substantiële opslag voor een doorgaans overzichtelijk exploitatiemodel. De sociale huurkasstroom is redelijk goed te voorspellen, omdat deze enkel beïnvloed wordt door huurmutaties (waarbij de mutatiegraad gemiddeld voor corporatiewoningen vrij laag is) en een streefhuur die volgens beleid vaststaat. Het risico op langdurige leegstand is gering in een krappe sociale huurmarkt.  
Ook exploitatiekosten zijn doorgaans goed te voorspellen en eventuele risico's, voortvloeiend uit een achterstallige onderhoudssituatie zijn in een geldbedrag uit te drukken.

**Vraag 3:** Wat zijn de drivers die het risico op de vastgoedexploitatie bepalen binnen de sociale disconteringsvoet? Welke cijfers onderbouwen de 0,5% risico-opslag?

Voor de risico-opslag van operationele kasstromen geldt ook dat de generieke opslag geen recht doet aan een corporatie specifiek bedrijfsmodel. Ook hier geldt dat er met behulp van eenduidige richtlijnen ook een corporatie specifieke disconteringsvoet in te richten valt.

- Grondslag van het rendement en vermogensverhouding: De disconteringsvoet representeert een rendement dat door de woningcorporatie behaald dient te worden. Een rendement kan gedefinieerd worden als een opbrengst uit een investering of belegd vermogen. Uit de voorgelegde documentatie wordt niet duidelijk wat de grondslag van dit belegd vermogen is. Zo wordt bij de EV/VV verhouding niet toegelicht welke waarderingsgrondslag is gebruikt voor de berekening van dit verhoudingsgetal. Voor het toetsen van de voorgestelde uitgangspunten voor vermogensverhouding en risico-opslagen is het wenselijk om hier een toelichting over te ontvangen. De voorgelegde EV/VV verhouding doet overigens suggereren dat er is uitgegaan van EV/VV verhouding op basis van bestaande gegevens over de beleidswaarde: *“Op basis van de cijfers van de dPi 2022 is de vermogensverhouding ultimo 2022 voor herrekening 58% EV/ 42% VV. Na herrekening is dit 65% EV/35% VV.”*. Dit zou een opmerkelijk uitgangspunt zijn, daar waar de beleidswaarde een uitkomst van een berekening

is, daarmee niet tegelijk een input variabele kan zijn. Dit betreft een cirkel-redenatie die methodisch onjuist is.

Een meer logische benadering zou zijn om uit te gaan van de EV/VV verhouding op basis van de marktwaardering. Hiermee kunnen de bouwstenen voor disconteringsvoet opgebouwd worden vanuit een objectief en toetsbaar waardebegrip en van daaruit een vertaling worden gemaakt naar de uitgangspunten voor een woningcorporatie. Daar waar de volatiliteit van de marktwaarde als een belemmering geldt, zou er uitgegaan kunnen worden van een meerjarig gemiddelde EV/VV verhouding om grote schommelingen te beteugelen.

**Vraag 4:** Wat is de waarderingsgrondslag (marktwaarde of beleidswaarde) van de EV/VV verhouding en daarmee ook de disconteringsvoet?

**Aanbeveling 1:** Wij bevelen aan om de EV/VV verhouding te koppelen aan de marktwaarde alsmede de bouwstenen voor de disconteringsvoet. Hierdoor ontstaat een objectief en toetsbare risicoparameter.

#### *Kasstroom eindwaarde naar jaar 60*

Het vervangen van een eeuwigdurende eindwaardeberekening naar een langjarige kasstroomprojectie is een logische vereenvoudiging die leidt tot meer transparantie in de beleidswaardering. Een aandachtspunt hierbij is wel de zeggingskracht van aannames over de kasstroom in de verre toekomst. Het zou aan te bevelen zijn om in het handboek uitvoeringsrichtlijnen te formuleren voor de wijze waarop de kasstroomprojectie richting jaar 60 ingericht dient te worden. Voor wat betreft de te hanteren disconteringsvoet gedurende de beschouwingsperiode is het de vraag in hoeverre het logisch is om voor de volledige 60 jaar eenzelfde het risico-/rendementsprofiel te hanteren. Immers neemt de onzekerheid van (aannames over) kasstromen toe naarmate deze verder in de tijd liggen.

**Aanbeveling 2:** Voor de kasstroomprognose op de lange termijn bevelen wij aan om een extra opslag op de disconteringsvoet toe te passen vanaf een vastgesteld moment in de beschouwingsperiode. Dit zou bijvoorbeeld na 15 jaar (waar oorspronkelijk de eindwaarde ingerekend werd) kunnen zijn.

#### *Onderhoud*

Ten aanzien van het onderhoud wordt het gebruik van een MJOB, i.p.v. een gemiddelde kostennorm, als een logisch uitgangspunt gezien. In de huidige consultatiestukken ontbreken wel uitvoeringsrichtlijnen over hoe deze meerjarenbegroting op een eenduidige manier verwerkt zou moeten worden. Aandachtspunten zijn:

1. Een gemiddelde MJOB zal niet voorzien in volledig het inrekenen van lang cyclische onderhoudsingenrepen over een beschouwingsperiode van 60 jaar. Hier dient aan de corporaties toegelicht worden op welke wijze dit middels aannames gedaan moet worden.

**Vraag 5:** Voor welke beschouwingsperiode binnen de beleidswaarde berekening dient er voor het lang cyclische onderhoud uitgegaan te worden van een complex specifieke begroting? Bestaan er uitvoeringsrichtlijnen voor de wijze waarop er in de lange termijn prognose tot met jaar 60 aannames kunnen worden gedaan?

2. Ingrepen voor lang cyclisch onderhoud kunnen in de praktijk op gebundelde wijze uitgevoerd worden. Indien er sprake is van een 'Ingrijpende verbouwing' (zie hiervoor ook de definities van SBR Wonen) worden onderhoudsuitgaven geclassificeerd als investeringen en zullen de uitgaven via de investeringsbegroting lopen in plaats van de MJOB. Voor deze investeringen geldt tevens dat de uitgaven binnen een vastgoedwaardering doorgaans als kapitaalcorrectie in jaar 0 van een DCF-berekening opgenomen worden. Vergelijkbaar met de correctie achterstallig onderhoud.

**Vraag 6:** Op welke wijze dient er naast de MJOB ook rekening gehouden te worden met lang cyclische onderhoudsuitgaven die binnen de investeringsbegroting zijn ondergebracht?

### *Noodzakelijke investeringen*

Dit wordt als een logische aanpassing in de beleidswaarde gezien. Voor wat betreft de richtlijn voor E,F,G-labels is een onderbouwing voor de voorgeschreven bedragen gewenst, waarbij ook aangegeven dient te worden in hoeverre deze generieke bedragen van toepassing zijn op ieder type vastgoed. Verder zouden er ook voorbeelden gegeven moeten worden van andere typen investeringen die mogelijk kwalificeren als 'noodzakelijk'. Zoals bijvoorbeeld regionale afspraken. Hoe verhoudt dit zich bijvoorbeeld met verwachte uitgaven binnen de investeringsbegroting of kapitaalcorrecties voor achterstallig onderhoud?

**Vraag 7:** Mag een woningcorporatie eigen aannames hanteren voor E,F,G labels, daar waar de eigen investeringsbegroting afwijkt van de voorgestelde E,F,G-normbedragen in het Handboek?

**Vraag 8:** Welke investeringen kwalificeren als 'noodzakelijk' en hoe verhoudt zich dat tot ingrepen die in de investeringsbegroting zijn ondergebracht en/of het achterstallig onderhoud? (zie ook vraag bij MJOB)

## **II. Verwacht u dat de wijzigingen leiden tot een beleidswaarde die beter past bij de sociale huursector?**

In vergelijking tot de huidige beleidswaarde doen de wijzigingen in principe meer recht aan het exploitatiemodel van een woningcorporatie. De voorgestelde aanpassing streeft echter ook naar eenvoud en eenduidigheid en dat mogelijk doet afbreuk aan de zeggingskracht van de beleidswaarde.

Met name door de generieke methodiek voor de disconteringsvoet is het de vraag of de uitkomst van de beleidswaarde leidt tot een resultaat waar een individuele corporatie zich in herkent.

In hoeverre de gewijzigde beleidswaarde passend is voor de sociale huursector hangt ook af van het gebruiksdoel en toepassingsmogelijkheden van de beleidswaarde. Dit zou in het Handboek nadrukkelijker omschreven kunnen worden. Zie ook hieronder de reactie op vraag IV.

## **III. Verwacht u dat de uitkomsten van de beleidswaarde beter voorspelbaar en stabiel zullen zijn?**

De aangepaste methodiek van de disconteringsvoet zal op jaarbasis naar verwachting leiden tot een minder volatiele beleidswaardeontwikkeling. Waarmee de voornaamste aanleiding voor substantiële waarde schommelingen lijkt weggenomen. Enige stabiliteit is dan ook wel te verwachten.

De voorspelbaarheid zal afhangen van wijzigingen in de beleidscontext (nationaal, regionaal) en van aanpassingen van de kaders omtrent de beleidswaarde.

## **IV. Denkt u dat de beleidswaarde na de wijzigingen leidt tot een beter herkenbare beleidswaarde?**

De beleidswaarde wordt gepresenteerd als een waardebegrip dat los kan worden berekend van de marktwaarde. Vooralsnog is er niet een heldere definitie voor de beleidswaarde geformuleerd. De omschrijving van de beleidswaarde omvat vooralsnog een beschouwing van de verschillen t.o.v. de marktwaarde en een toelichting op rekenkundige uitgangspunten. Daar waar marktwaarde een eigen definitie kent, die ook in de praktijk van de vastgoedmarkt te toetsen is, lijkt deze voor de beleidswaarde (nog) niet geformuleerd. Bezien vanuit de zeggingskracht en toepassingsmogelijkheden van de beleidswaarde zou het krachtig zijn om aan dit waardebegrip een definitie te koppelen, net zoals dit bij een marktwaarde is gedaan. Dit verheldert ook de toepassingsmogelijkheden van de beleidswaarde voor in de bedrijfsvoering. De eerder gestelde vraag over de grondslag van het rendement en vermogensverhouding sluit hier ook op aan.

**Vraag 9:** Wat is de definitie van de beleidswaarde? Op welke wijze dient de beleidswaarde toegepast te worden in de bedrijfsvoering van een woningcorporatie?

## **BOG en Parkeren**

Op dit moment wordt de beleidswaarde van het BOG en parkeervastgoed gelijk gesteld aan de marktwaarde. In de voorgenomen wijzigingen wordt dergelijk vastgoed niet genoemd.

**Vraag 10:** Op welke wijze dienen de corporaties het BOG en parkeervastgoed te waarderen in het kader van de beleidswaarde. Deze vraag is ook relevant in relatie tot de voorgenomen wijzigingen met betrekking tot de bepaling van de van de marktwaarde