

# CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

Nieuwe beoordelingsmethodiek

Naarden, 7 januari 2008

# 2008



# Inhoud

<b>1</b>	<b>Inleiding</b>	<b>5</b>
	Onderzoek, overleg en consultatie	7
<b>2</b>	<b>De nieuwe methodiek</b>	<b>9</b>
	Gezamenlijke opvraag	9
	Solvabiliteits- en continuïteitsoordeel	11
<b>3</b>	<b>Het solvabiliteitsoordeel</b>	<b>13</b>
	De oordeelsvorming	13
	Beleidscontinuïteit als leidend principe	15
	Bepaling volkshuisvestelijk vermogen	15
	In zes stappen naar de geüniformeerde bedrijfswaarde	17
	Risico als beoordelingsfactor	17
	Marktwaardetoets en kasstroomtoets	19
	De procedure	21
<b>4</b>	<b>Continuïteitsoordeel</b>	<b>23</b>
	De oordeelsvorming	27
	Relevante activiteiten bij continuïteitsoordeel	29
	Rol risicobronnen bij continuïteitsoordeel	29
	Grenswaarden voor een passend activiteitenpatroon	29
	Buitencategorie	33
<b>5</b>	<b>Jaarkalender</b>	<b>35</b>
	Wat kunt u in het kader van de nieuwe methodiek van het Centraal Fonds verwachten?	



## Inleiding

Het Centraal Fonds Volkshuisvesting heeft een nieuwe methode ontwikkeld voor de financiële beoordeling van woningcorporaties. Waar de nadruk in het verleden vooral lag op het financiële voortbestaan van woningcorporaties, staan nu vooral de financiële consequenties van het volkshuisvestelijke beleid centraal.

Toen het Centraal Fonds in 1998 werd belast met het financiële toezicht, stond het voorkomen van nieuwe saneringen in de sector voorop. De voornaamste zorg in die tijd was dan ook gericht op het behoud van de financiële continuïteit van woningcorporaties, zodat de uitvoering van het volkshuisvestingsbeleid geen gevaar zou lopen.

In die situatie is verandering gekomen. De corporatiesector heeft zich in de loop van de tijd financieel zo positief ontwikkeld, dat een beoordeling vanuit de financiële continuïteit en vooral gericht op de eventueel daaruit voortvloeiende noodzaak tot sanering, niet meer goed aansluit bij de gewijzigde situatie. De corporaties vervullen een maatschappelijke functie op het terrein van de volkshuisvesting, met name daar waar de markt tekortschiet. Het is van belang om in de breedte inzicht te krijgen in de financiële mogelijkheden van corporaties.

Daarom is besloten de financiële beoordeling voortaan te baseren op de continuïteit wat betreft de realisatie van het volkshuisvestelijk beleid. Het oordeel van het Centraal Fonds geeft aan of het volkshuisvestelijk beleid van een woningcorporatie in financieel opzicht kan worden gecontinueerd en of de voorgenomen activiteiten passen binnen de financiële ruimte die de corporatie tot haar beschikking heeft.

In deze brochure wordt de nieuwe beoordelingsmethodiek toegelicht. Behalve de methodiek komt ook de uitwerking in de praktijk aan de orde, geïllustreerd met de beoordeling van een fictieve corporatie met een woningbezit van 8000 woningen: De Kwartiermakers. In de brochure wordt de methodiek toegelicht op de rechterbladzijden. Op de linkerbladzijden vindt u de illustratie door middel van het praktijkvoorbeeld De Kwartiermakers. Praktijk en methodiek lopen zo gezamenlijk naast elkaar op.



Het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting hoopt u op deze manier wegwijs te kunnen maken in de opzet en de uitwerking van het nieuwe financiële toetsingskader. De formele basis voor deze uitgave is te vinden in de Beleidsregels 2008, die in november 2007 door het bestuur van het Fonds zijn vastgesteld. Voor meer informatie hierover kunt u terecht op de website van het Centraal Fonds: [www.cfv.nl](http://www.cfv.nl).

### **Onderzoek, overleg en consultatie**

Bij de totstandkoming van de nieuwe methodiek is voor de ontwikkeling in 2006 en 2007 bewust de tijd genomen voor onderzoek, overleg én consultatie. Tal van belanghebbende partijen zijn tijdens het ontwikkelingsproces al in 2006 benaderd voor advies en commentaar. Van die gelegenheid is ook volop gebruik gemaakt, natuurlijk door de corporatiesector, maar ook door de bankwereld en de accountancy. In het voorjaar van 2007 werd het beoordelingsmodel in de praktijk getoetst aan de hand van een pilot bij 21 woningcorporaties. Ook werd ondertussen een open discussie gevoerd over de wijze waarop in de nieuwe methodiek zou moeten worden omgegaan met het verschil tussen de bedrijfswaarde en de marktwaarde van het woningbezit van corporaties. Teslotte is een contra-expertise uitgevoerd.

Al deze acties hebben geresulteerd in een sterk verbeterde methodiek, die in de maanden oktober en november van 2007 ter finale inspraak is gelegd. In dat kader zijn het ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu, Aedes, het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, de Vereniging Nederlandse Gemeenten, de Vereniging van Toezichthouders in Woningcorporaties en de Nederlandse Woonbond opnieuw in de gelegenheid gesteld te reageren. Na verwerking van de laatste opmerkingen is de beoordelingsmethodiek door het bestuur van het Centraal Fonds definitief vastgesteld en wordt zij met ingang van 2008 toegepast.



## De nieuwe methodiek

Onder gelijke omstandigheden een gelijk oordeel vellen. Deze doelstelling heeft het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting bij aanvang van de ontwikkeling van de nieuwe beoordelingsmethodiek zichzelf gesteld. Corporaties hebben in de financiële verslaglegging relatief grote vrijheidsgraden om naar eigen inzicht de waardering van activa en passiva uit te voeren. Dit leidt ertoe dat gelijke omstandigheden door afzonderlijke woningcorporaties verschillend gewaardeerd kunnen worden. Vanuit het externe financiële toezicht bezien, zijn deze grote vrijheidsgraden bij de waardering een knelpunt. Het doet afbreuk aan het inzicht in de financiële positie en de vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties. Daar waar dit van belang is, dient de financiële beoordelingsmethodiek deze uiteenlopende waardering zodanig te corrigeren dat het uitgangspunt van 'gelijke monniken, gelijke kappen' recht wordt gedaan.

### Gezamenlijke opvraag

De nieuwe methodiek is ook aanleiding geweest om de informatievraag tegen het licht te houden. Hierbij is als uitgangspunt gehanteerd om aansluiting te vinden bij de bedrijfsprocessen binnen corporaties en om samen met het Waarborgfonds Sociale Woningbouw en het ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu op te trekken. De keuze voor twee opvraagmomenten voor enerzijds prognose-informatie en anderzijds verantwoordingsinformatie past goed in de opzet van de nieuwe methodiek. Het opvragen van de gegevens vindt voortaan gezamenlijk plaats met het Waarborgfonds Sociale Woningbouw en het ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu. Dit levert de corporaties in combinatie met de verandering van de informatievraag op termijn, wanneer men gewend is aan de nieuwe opvraag, een vermindering op van de administratieve belasting.

Toepassing van de nieuwe methodiek levert een objectief en eenduidig beeld op van zowel de financiële positie van de individuele woningcorporaties als de woningcorporaties tezamen, nu en in de toekomst.. In de nieuwe beoordelingsmethode is een duidelijk onderscheid gemaakt tussen de financiële positie van een corporatie op balansdatum en het effect op de financiële positie van de activiteiten die gepland staan voor de vijf jaren daarna. De beoordeling van het Centraal Fonds wint daarmee aan kracht en beleidsrelevantie.



### Solvabiliteits- en continuïteitsoordeel

Het solvabiliteitsoordeel in het najaar geeft antwoord op de vraag of een corporatie op balansdatum zijn rente en aflossing kan betalen uit de reguliere exploitatie van het woningbezit. De financiële effecten van voorgenomen activiteiten na balansdatum blijven hierbij buiten beschouwing.

Het continuïteitsoordeel in het voorjaar geeft aan of er een goede balans is tussen de voorgenomen activiteiten - inclusief eventuele verkopen - en de financiële mogelijkheden. De beleidskeuzes van de corporatie vormen daarbij het uitgangspunt.

De oordelen komen via een confrontatie van vermogen en risico tot stand. De positie die bij het solvabiliteitsoordeel is bepaald, vormt weer het vertrekpunt bij de bepaling van vermogen en risico voor het continuïteitsoordeel. De confrontatie voor dit oordeel vindt plaats op basis van het vermogen en risico aan het eind van de prognosejaren. In schema ziet de samenhang er als volgt uit:

<b>Verslagjaar</b>	<b>Prognosejaren</b>
Bepalen vermogen en risico op basis van verplichtingen	Verandering vermogen en risico in vijfjaarsperiode na verslagjaar door voorgenomen activiteiten
Confrontatie vermogen en risico leidt tot solvabiliteitsoordeel	Confrontatie van aldus ontstaan vermogen en risico leidt tot continuïteitsoordeel

Ter illustratie wordt de hierna beschreven beoordelingsmethodiek toegepast op de jaarstukken van De Kwartiermakers, een fictieve corporatie met een woningbezit van 8.000 woningen. Alle bedragen zijn in duizenden euro's weergegeven.

### **De Kwartiermakers: de praktijk van de nieuwe beoordelingsmethodiek**

#### **Het solvabiliteitsoordeel**

In het najaar wordt op basis van de verantwoordingsinformatie een oordeel geveld over de solvabiliteit van De Kwartiermakers. Het oordeel is gebaseerd op twee bouwstenen:

1. Het volkshuisvestelijke vermogen op balansdatum
2. Het vermogen dat op de balansdatum beschikbaar moet zijn om de risico's te kunnen opvangen.

#### **Bepaling volkshuisvestelijk vermogen.**

In de eerste plaats moet de opgegeven bedrijfswaarde worden geüniformeerd. Daarbij hanteert het Centraal Fonds een aanpak in zes stappen.

##### **Stap 1: Moment van disconteren.**

Het Fonds veronderstelt dat de exploitatiekasstromen gemiddeld halverwege het jaar binnenkomen. Indien de corporaties anders hebben gedisconteerd, wordt dit bijgesteld.

##### **Stap 2: Verkoopportefeuille.**

Als gevolg van de keuze voor beleidscontinuïteit in de methodiek gaat het Fonds bij de nadere waardering van het vastgoed in exploitatie (woongelegenheden) uit van de bedrijfswaarde gebaseerd op voortgezette verhuur. Indien corporaties in hun opgave voor een deel de opbrengsten uit verkoop hebben meegerekend, wordt dat aangepast.

##### **Stap 3: Parameters.**

De stijgingsparameters voor inflatie zijn exogene variabelen. Het Fonds leidt uit externe bronnen de inflatieverwachting af. Deze wordt voor alle corporaties gehanteerd. De huurstijging is deels afhankelijk van de inflatieverwachting en deels van het beleid van de corporatie. Het beleid van de corporatie zelf is mede afhankelijk van de marktmogelijkheden maar ook van de formele mogelijkheden (wetgeving). Het Fonds hanteert in de uniformering een bandbreedte bij de eventuele aanpassing van de stijgingsparameter van de corporatie. Voor de eerste vijf prognosejaren levert dit een marge op ten opzichte van de inflatieverwachting.

## Het solvabiliteitsoordeel

Een corporatie is solvabel als het vermogen op balansdatum groter is dan het risico. Dat betekent immers dat zij haar financiële verplichtingen kan nakomen. Als echter het risico groter of gelijk is aan het vermogen, beoordeelt het Centraal Fonds de corporatie als onvoldoende solvabel. In dat geval zijn er twee mogelijkheden:

Oordeel	Actie
Onvoldoende solvabiliteit maar voldoende maatregelen getroffen die zullen leiden tot vermogensherstel.	Met de corporatie wordt de monitoringsafpraak gemaakt dat op basis van de verantwoording van het volgende jaar wordt getoetst of het voldoende vermogensherstel ook daadwerkelijk is opgetreden.
Onvoldoende solvabiliteit en nog geen of onvoldoende maatregelen getroffen die zullen leiden tot vermogensherstel.	De corporatie dient binnen drie maanden na de definitieve beoordeling informatie te leveren over de voorgenomen of al getroffen maatregelen die tot vermogensherstel moeten leiden.

### De oordeelsvorming

Het solvabiliteitsoordeel is gebaseerd op twee bouwstenen:

1. Het volkshuisvestelijk vermogen op balansdatum
2. Het vermogen dat op de balansdatum beschikbaar moet zijn om de risico's te kunnen opvangen.

Het Centraal Fonds krijgt via de verantwoordingsinformatie zowel de enkelvoudige als de geconsolideerde balans en winst- en verliesrekening. De enkelvoudige balans vormt het vertrekpunt bij de bepaling van het vermogen en het risico.

Vanaf het zesde jaar hanteert het Fonds hiervoor de inschatting van het evenwichtsniveau voor de inflatie. Ook voor huurderiving past het Fonds een bandbreedte toe. Voor de eerste vijf jaar is deze bandbreedte groter dan voor de periode daarna. Als discontofactor hanteert het Fonds de door het WSW voorgeschreven discontofactor.

#### Stap 4: Levensduur.

Het Fonds neemt de levensduuropgave (woongelegenheden) van de corporatie over tenzij deze sterk afwijkt van wat andere corporaties opgeven. Voor het deel dat de levensduur de bandbreedte overschrijdt wordt deze bijgesteld. Het Fonds maakt bij deze vergelijking gebruik van een aantal kenmerken van de vastgoedportefeuille.

#### Stap 5: Restwaarde.

Met uitzondering van de woongelegenheden die als te slopen zijn opgegeven, uniformeert het Fonds de restwaarde van de woongelegenheden..

#### Stap 6: Lastenniveau.

Het Fonds confronteert het lastenniveau voor woongelegenheden dat uit de bedrijfswaarde kan worden afgeleid, met sectorcijfers. Indien het lastenniveau relatief laag is, wordt, rekening houdend met een bandbreedte, het niveau aangepast.

Na het doorlopen van de laatste stap ontstaat de geüniformeerde bedrijfswaarde.

**Tabel 1 Uniformering bedrijfswaarde**

<b>Opgegeven bedrijfswaarde</b>	272.672
<b>Correcties:</b>	
Discontering	7.830-
Verkoopportefeuille	2.410-
Parameters	736
Levensduur	6.777-
Restwaarde	5.297-
Lastenniveau	56.658-
<b>Geüniformeerde bedrijfswaarde</b>	<b>194.436</b>

**Tabel 2 Correctie in balans**

Geüniformeerde bedrijfswaarde	194.436
MVA in exploitatie uit balans	274.452
Correctie balanspost	<b>-80.016</b>

De nadere waardering van andere balansposten leidt alleen bij de leningen tot een aanpassing. De nominale waarde van de leningen wordt gecorrigeerd met de geüniformeerde rentabiliteitswaardecorrectie. De corporatie had geen voorziening onrendabele investeringen nieuwbouw opgenomen in de balans.

### Beleidscontinuïteit als leidend principe

Een van de leidende principes bij de financiële beoordeling is de zogeheten *beleidscontinuïteit*. Een woningcorporatie is geen commerciële instelling, maar een organisatie met maatschappelijke taken. In principe ontleent een corporatie haar bestaansrecht aan het vermogen woningen te verhuren, tegen een huurniveau dat niet marktconform is. Een woning die door een corporatie wordt verhuurd, moet immers betaalbaar zijn voor mensen die niet op eigen financiële kracht in hun woonbehoefte kunnen voorzien. Beleidscontinuïteit houdt in dat de corporatie in principe haar bestaande woningportefeuille structureel kan blijven verhuren, zonder dat gedwongen verkoop van delen van het woningbezit noodzakelijk is. Verkoop is een belangrijk instrument voor corporaties, vooral om nieuwe investeringen mogelijk te maken, maar het behoort los te staan van de reguliere exploitatie van het woningbezit.

### Bepaling volkshuisvestelijk vermogen

Als eerste wordt het volkshuisvestelijke vermogen gedefinieerd. Dit is opgebouwd uit het eigen vermogen, dat het Centraal Fonds bepaalt op basis van een (nadere) waardering van alle balansposten, plus de overige voorzieningen, de voorziening onderhoud en de egalisatierekening minus de immateriële vaste activa. Met deze benaming wordt tot uitdrukking gebracht dat dit het vermogen van de woningcorporatie is op basis van een waardering, waaraan de veronderstelling van continuïteit in de maatschappelijke functie van de woningcorporatie ten grondslag ligt.

Een belangrijke factor bij de bepaling van dit vermogen is de bedrijfswaarde: de contante waarde van de aan de afzonderlijke complexen van de corporatie toe te rekenen geschatte toekomstige kasstromen.

In het kader van de bepaling van het volkshuisvestelijk vermogen worden daarnaast de volgende balansposten nader gewaardeerd: materiële vaste activa in ontwikkeling, deelnemingen, voorziening onrendabele investeringen nieuwbouw en langlopende schulden. Bij de posten materiële vaste activa in ontwikkeling en voorziening onrendabele investeringen nieuwbouw is het oogmerk alleen de effecten van aangegane juridische effecten te bij de bepaling van het vermogen te betrekken. Vermogenseffecten die het gevolg zijn van feitelijke verplichtingen passen niet bij het solvabiliteitsbegrip dat het Centraal Fonds hanteert. Bij deelnemingen en langlopende schulden kan de keuze om uit te gaan van actuele waardering tot gevolg hebben dat de balansposten nader worden gewaardeerd.

Onderstaand wordt de opbouw van het volkshuisvestelijk vermogen weergegeven.

**Tabel 3 Bepaling volkshuisvestelijk vermogen**

Opgegeven eigen vermogen (inclusief herwaarderingsreserve en wettelijke reserves)	<b>95.000</b>
<b>Bij:</b>	
Egalisatierekening	68
Voorziening onderhoud	100
Overige voorzieningen	100
<b>Af:</b>	
Immateriele vaste activa	-
Correcties als gevolg van toepassing methodiek:	
Voorziening onrendabele investeringen nieuwbouw	-
Geüniformeerde rentabiliteitswaardecorrectie leningen	18.128
Geüniformeerde bedrijfswaarde	80.016-
<b>Volkshuisvestelijk vermogen</b>	<b>33.380</b>

Het volkshuisvestelijk vermogen voor De Kwartiermakers is hiermee bepaald op bijna 33,4 miljoen euro.

### Het risico van De Kwartiermakers

Bij de bepaling van het risico onderscheidt het Centraal Fonds de volgende risicogebieden:

- a. Exploitatie woongelegenheden (voortgezette verhuur)
- b. Exploitatie overig vastgoed
- c. Financiering en financiële instrumenten
- d. Deelnemingen
- e. Beleggingen en andere financiële activa
- f. Aangegane verplichtingen koopwoningen
- g. Aangegane verplichtingen bouw huurwoningen
- h. Overige verplichtingen.

De risicogebieden zijn voor het overgrote deel rechtstreeks verbonden met bepaalde balansposten en daarmee met het volkshuisvestelijke vermogen. Ze dekken alle activiteiten van de corporatie met een substantieel risico, uitgezonderd de voorgenomen activiteiten zoals investeringen en verkopen. Deze laatste twee activiteiten komen bij het continuïteitsoordeel aan de orde.

Daarnaast worden drie risicobronnen geïdentificeerd.

1. Het marktrisico
2. Het macro-economische risico
3. Het operationele risico

### In zes stappen naar de geüniformeerde bedrijfswaarde

Ten behoeve van de onderlinge vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties wordt de bedrijfswaarde in zes stappen geüniformeerd. Hieraan ligt het principe: *gelijke monniken, gelijke kappen* ten grondslag. Het Centraal Fonds rekent voor zijn beoordeling van corporaties in gelijke situaties met gelijke waardes. Dit principe wordt gehanteerd met betrekking tot alle rekentechnische veronderstellingen die van belang zijn om tot een goede en vergelijkbare bedrijfswaardebepaling te komen. Hierbij kan worden gedacht aan correcties vanwege een opgegeven verkoopportefeuille, restwaarde of levensduur, maar ook aan correcties vanwege uiteenlopende inschattingen van toekomstige exogene ontwikkelingen. Het Centraal Fonds hanteert een uniforme set aan parameters voor de inschatting van exogene toekomstige ontwikkelingen (inflatie, bouwkosteninflatie).

### Risico als beoordelingsfactor

De tweede beoordelingsfactor is het risico dat de corporatie loopt. Het volkshuisvestelijke vermogen moet voldoende zijn om op balansdatum met 95 procent zekerheid de risico's op te kunnen vangen. Dit wordt in kaart gebracht aan de hand van de 'value at risk' benadering. Eerst worden de kasstromen inzichtelijk gemaakt op basis van de meest waarschijnlijke ontwikkeling. Dan worden diezelfde kasstromen bepaald op basis van een 'slecht weer' scenario uitgaande van een zekerheidsgrens van 95%. Dit betekent dat er een 95% kans is dat de feitelijke ontwikkeling een positiever beeld laat zien. Het verschil tussen beide kasstromen levert het risico, uitgedrukt in euro's, op dat een corporatie loopt.

Om het feitelijke risico te bepalen worden risicogebieden en risicobronnen onderscheiden. De risicogebieden zijn gekoppeld aan de balansposten en activiteiten van de corporatie en hebben betrekking op zaken als exploitatie, financieringen, deelnemingen, beleggingen en verplichtingen. De risicobronnen geven aan waardoor risico kan worden veroorzaakt. Het Centraal Fonds onderkent in zijn methodiek drie bronnen van risico:

1. Het marktrisico: dit betreft het risico dat door een negatieve marktontwikkeling de waarde van (niet) woongelegenheden of de opbrengst van de productie van nieuwbouw koop (al aangevane verplichtingen) lager is dan verwacht.
2. Het macro-economische risico: dit behelst de kans dat door economische ontwikkelingen (inflatie, rente) de komende vijf jaar de waarde van bezittingen of schulden lager uitpakt dan verwacht.
3. Het operationele risico: dit betreft het risico van een verlies door inadequate of falende interne processen, mensen of systemen of door externe gebeurtenissen.

### 1. Bepaling marktrisico

De Kwartiermakers heeft zowel zelfstandige woongelegenheden als overige verhuureenheden in exploitatie. Voor zelfstandige woongelegenheden is de verhouding tussen de huur en de WOZ-waarde bepalend voor het marktrisico. Bij overige verhuureenheden (bedrijfsruimten en winkels) wordt uitgegaan van een vast risicopercentage. De corporatie heeft daarnaast koopwoningen in ontwikkeling. Voor de op te leveren productie in de eerste twee prognosejaren (juridische verplichting) wordt rekening gehouden met een marktrisico.

Een en ander resulteert in het volgende marktrisico.

**Tabel 4 Marktrisico**

Totaal marktrisico verhuur woongelegenheden	7.353
Marktrisico exploitatie overige verhuureenheden	667
Totaal marktrisico productie nieuwbouw in ontwikkeling	2.544
Totaal	10.564
Percentage balanstotaal	4,30%

### 2. Bepaling macro-economisch risico

Er wordt rekening gehouden met drie mogelijke effecten: renteschok, inflatieschok en bouw- en onderhoudskostenschok. Het effect van een renteschok wordt bepaald ten aanzien van de als gevolg van de reguliere exploitatie optredende financieringsbehoefte en de rente-conversies in de eerstkomende vijf jaren. Zolang de schok niet leidt tot een renteniveau dat boven het niveau van het disconto uitkomt, is het effect nul. Het risicobedrag vanwege de inflatieschok en de bouw- en onderhoudskostenschok laat het effect zien dat in de bedrijfs-waarde optreedt als deze 'slecht weer' parameters optreden.

**Tabel 5 Macro-economisch risico**

Renteschok	-
Inflatieschok	21.370
Bouw- en onderhoudskostenschok	15.689

Bij het bepalen van het totale macro-economische risico wordt rekening gehouden met correlatie tussen deze drie grootheden.

**Tabel 6 Het totale macro-economisch risico**

Het totaal macro-economisch risico bedraagt:	<b>25.101</b>
Percentage balanstotaal	10,20%

Bij de solvabiliteitsbeoordeling wordt het verwachte vermogen geconfronteerd met het ingeschatte risicobedrag. De vraag bij het solvabiliteitsoordeel is vervolgens of de continuïteit van de corporatie de komende jaren gewaarborgd is, rekening houdend met de aangegane (harde) financiële verplichtingen. Er wordt in het oordeel geen rekening gehouden met de mogelijkheid om woningen te verkopen, de huren extra te verhogen of de kosten extra te verlagen. Het Centraal Fonds geeft met het oordeel 'onvoldoende solvabiliteit' een signaal af dat het huidige beheer van het woningbezit met een gerede kans niet voortgezet kan worden.

### **Marktwaardetoets en kasstroomtoets**

Indien het verwachte vermogen na aftrek van het ingeschatte risicobedrag groter dan nul is, leidt dat in beginsel tot het oordeel 'voldoende solvabiliteit'. Er zijn echter twee uitzonderingen. De eerste betreft een corporatie waarbij het verschil tussen vermogen en risico minder is dan tien procent. In dat geval vindt als extra controle nog een *marktwaardetoets* plaats. De marktwaardetoets moet aan het licht brengen of in geval van nood de te verwachten verkoopopbrengsten van delen van het woningbezit in voldoende mate als vangnet kunnen fungeren. Als de marktwaarde van het woningbezit kleiner is dan 150 procent van de bedrijfswaarde, leidt dat tot een negatieve marktwaardetoets. Versterking van de vermogenspositie is dan noodzakelijk.

De tweede uitzondering betreft een corporatie die op basis van haar vermogenspositie in eerste instantie als solvabel wordt beoordeeld, maar waarbij de exploitatiekasstroom na rente desondanks structureel negatief blijkt te zijn. In dat geval vindt een *kasstroomtoets* plaats. Bekeken wordt of de kasstromen die de corporatie heeft opgegeven, consistent zijn met de kasstromen die ten grondslag liggen aan de bedrijfswaarde. Indien dit het geval is, kan alsnog het oordeel voldoende solvabiliteit worden afgegeven. Indien dit niet het geval is, kan dit aanleiding zijn om de geüniformeerde bedrijfswaarde aan te passen. Hierdoor kan de solvabiliteitstoets anders uitvallen. De kasstroomtoets dient vooral om tekortkomingen van de bedrijfswaarde aan het licht te brengen. Beide toetsen kunnen ook bij het continuïteitsoordeel worden uitgevoerd.

### 3. Bepaling operationeel risico

Bij het operationele risico wordt rekening gehouden met de risicogebieden: deelnemingen, treasury, aangegane verplichtingen nieuwbouw koop en nieuwbouw huur. De Kwartiermakers heeft geen deelnemingen. Dit leidt tot het volgende risico.

**Tabel 7 Operationeel risico**

Deelnemingen	-
Treasury	1.665
Aangegane verplichtingen productie nieuwbouw koop	1.263
Aangegane verplichtingen productie nieuwbouw huur	1.800
Totaal	4.728
Percentage balanstotaal	1,90%

### Uiteindelijke solvabiliteitsoordeel

De confrontatie van het volkshuisvestelijk vermogen met de risico's ziet er als volgt uit.

**Tabel 8 Confrontatie volkshuisvestelijk vermogen met de risico's**

Volkshuisvestelijk vermogen	<b>33.380</b>
Percentage balanstotaal	13,50%
<b>Risico's:</b>	
Marktrisico	10.564
Macro-economisch risico	25.101
Operationeel risico	4.728
Totaal risico	<b>27.640</b>
Percentage balanstotaal	11,20%

Omdat het om onafhankelijke risico's gaat, kunnen de afzonderlijke risicobedragen niet bij elkaar worden opgeteld. Eerst worden ze gekwadrateerd en bij elkaar opgeteld, waarna de wortel uit het totaal wordt genomen. Bij De Kwartiermakers is het vermogen groter dan het risico. Omdat het verschil echter minder dan 10% van het balanstotaal betreft, vindt er nog een marktwaardetoets plaats. Bezien wordt of de marktwaarde van het bezit groter is dan 150% van de geüniformeerde bedrijfswaarde. Bij De Kwartiermakers is de marktwaarde van het bezit 630 miljoen euro, waarmee de verhouding marktwaarde - bedrijfswaarde uitkomt op 324%. Dit is ruimschoots voldoende voor de marktwaardetoets.

De Kwartiermakers krijgt dus het oordeel voldoende solvabel.

## De procedure

Het Centraal Fonds ontvangt in het kader van zijn toezichttaak op basis van het Besluit beheer sociale-huursector de benodigde gegevens van de woningcorporaties. Dit zijn de jaarrekening en het jaarverslag, het Volkshuisvestingsverslag, de prospectieve informatie (dPi) en de verantwoordingsinformatie (dVi), de bestuurverklaring, de accountantsverklaring, -mededelingen en -rapportages. De stukken dienen jaarlijks vóór 1 februari (voor het continuïteitsoordeel) en 1 juli (voor het solvabiliteitsoordeel) ontvangen te zijn. In 2008 is de uiterste inzenddatum van de prospectieve informatie verschoven naar 1 maart. Vóór 1 december heeft het Centraal Fonds zich een oordeel hebben gevormd over de financiële positie van de betrokken instellingen en de sector als geheel.

Op basis van een geautomatiseerde beoordeling van de verantwoordingsinformatie (dVi) en de prospectieve informatie (dPi) wordt een eerste selectie gemaakt van corporaties waarvan het oordeel over solvabiliteit, respectievelijk continuïteit negatief lijkt uit te pakken. Bij deze groep vindt nader onderzoek plaats om te bezien of de selectie terecht is. Daarbij wordt onder meer gebruik gemaakt van informatie uit het jaarverslag, het volkshuisvestingsverslag en andere verantwoordingstukken en eventuele beschikbare informatie uit andere bronnen.

In alle gevallen waarbij sprake is van een nader onderzoek, wordt met de corporatie contact opgenomen. Enerzijds zal dat nodig zijn om aanvullende informatie op te vragen, anderzijds wordt dat contact aangegrepen om de corporatie te informeren over de uitkomsten van het onderzoek (hoor en wederhoor). De aard en intensiteit van het onderzoeksprogramma kunnen per corporatie verschillen. Uiteindelijk wordt na toepassing van het principe van hoor en wederhoor een definitief oordeel geveld.

### Het continuïteitsoordeel

Op basis van de prospectieve informatie die De Kwartiermakers in het voorjaar bij het Centraal Fonds heeft aangeleverd wordt het continuïteitsoordeel geveld. De eerste bouwsteen daarvoor is de ontwikkeling van het volkshuisvestelijk vermogen in de vijf jaar van de prognoseperiode.

**Tabel 9** Ontwikkeling volkshuisvestelijk vermogen

Volkshuisvestelijk vermogen begin 2007	<b>33.380</b>
<b>Prognose beschikbaar komende middelen</b>	
Rendement op materiele vaste activa in exploitatie	69.997
Af: rendement op leningen	68.959-
Verkoop bestaand bezit	86.422
Nieuwbouw koopwoningen	2.105
Vermogenseffect verandering financieringsbehoefte en renteconversie	35.030
Subtotaal beschikbare middelen	<b>124.595</b>
<b>Prognose beslag op middelen</b>	
Nieuwbouw (niet) woonegelegenheden	61.577
Aankoop (niet) woonegelegenheden	0
Sloop (niet) woonegelegenheden	0
Verbetering (niet) woonegelegenheden	1.180
Vennootschapsbelasting	15.929
Rendement op nieuwe mva in expl en leningen	82-
Subtotaal besteding van middelen	<b>78.604</b>
Volkshuisvestelijk vermogen eind 2012	<b>79.371</b>

## Het continuïteitsoordeel

Het financiële oordeel over de voorgenomen activiteiten heeft betrekking op de verhouding tussen de beschikbaar komende middelen om na het verslagjaar activiteiten te ondernemen en het beslag op middelen, dat voortvloeit uit de voorgenomen activiteiten. De prognoseperiode omvat een periode van vijf jaar. Het financiële oordeel over de voorgenomen activiteiten is in feite een oordeel over de mate waarin de voornemens passend zijn in relatie tot de financiële mogelijkheden. Behalve dat een woningcorporatie ten opzichte van de beschikbare middelen voornemens kan hebben die een te groot beslag op deze middelen leggen, kan het ook zijn dat de woningcorporatie voornemens heeft die te weinig beslag leggen op de beschikbare middelen. Deze laatste mogelijkheid dient te worden gezien in het licht van de aan de woningcorporatie gestelde eis om beschikbare middelen in het belang van de volkshuisvesting in te zetten. Deze toets kan uitmonden in het volgende financiële oordeel.

Conclusie	Oordeel
De voorgenomen activiteiten passen bij de vermogenspositie van de corporatie. De corporatie voldoet zowel aan de eis dat de continuïteit voldoende is gewaarborgd, als aan de eis dat ze haar middelen voldoende inzet in het belang van de volkshuisvesting.	A

De prognose van de beschikbare middelen laat zowel effecten zien van het rendement op de materiële vaste activa in exploitatie (geüniformeerde bedrijfswaarde) en de geüniformeerde rentabiliteitswaarde van de leningen alsook de effecten van verkoop bestaand bezit, bouw van koopwoningen en de verandering van de financieringsbehoefte. De verandering van de financieringsbehoefte genereert een positieve bijdrage aan de vermogensontwikkeling zolang nieuwe leningen of conversies een renteniveau hebben dat lager is dan de discontofactor van 6%.

De prognose van het beslag op middelen geeft de vermogenseffecten weer van de voorgenomen activiteiten nieuwbouw, aankoop, sloop en verbetering. Daarnaast wordt ook rekening gehouden met het beslag op middelen dat de introductie van de integrale vennootschapsbelasting tot gevolg zal hebben. Tot slot wordt er nog rekening gehouden met het rendement dat mutaties in de materiële vaste activa in exploitatie en de leningenportefeuille genereren.

Het volkshuisvestelijk vermogen neemt per saldo in de prognoseperiode toe tot ruim 79 miljoen euro.

Aan de onderkant wordt gekeken naar de financieel minst draagkrachtige corporaties. Centraal staat dan de vraag of zij niet teveel hooi op de vork willen nemen. Het oordeel pakt negatief uit als aan het einde van de vijfjaars periode het vermogen na aftrek van het risico kleiner dan of gelijk is aan 0. Er zijn dan twee mogelijkheden:

Conclusie	Oordeel	Actie
In het nader onderzoek is vastgesteld dat de voorgenomen activiteiten de solvabiliteit op middellange termijn (de laatste drie prognosejaren) is gevaar brengt.	B1	Met de corporatie wordt een monitoringafspraken gemaakt dat op basis van de prognose van het volgende jaar wordt getoetst of de corporatie een balans heeft weten te vinden tussen haar activiteiten en het gewenste vermogen.
In het nader onderzoek is vastgesteld dat de voorgenomen activiteiten de solvabiliteit op korte termijn (de eerste twee prognosejaren) in gevaar brengt.	B2	Met de corporatie wordt afgesproken dat zij binnen drie maanden na de definitieve beoordeling met een plan van aanpak komt dat inzichtelijk maakt of er voldoende vermogensherstel optreedt.

Aan de bovenkant kijkt het Centraal Fonds naar de inzet van de financieel meest draagkrachtige corporaties. Behalve dat een woningcorporatie ten opzichte van de beschikbare middelen voornemens kan hebben die een te groot beslag op de middelen leggen, kan het immers ook zo zijn dat de woningcorporatie voornemens heeft die te weinig beslag leggen op de beschikbare middelen. Het continuïteitsoordeel is negatief als een corporatie onvoldoende activiteiten ontplooit en dus haar vermogen onvoldoende inzet voor de volkshuisvesting:



Conclusie	Oordeel	Actie
In het nader onderzoek is vastgesteld dat de uitvoering van de beleidsvoornemens van de corporatie leiden tot een onvoldoende inzet van het beschikbare vermogen voor de volkshuisvesting. Er is een onbalans tussen de activiteiten en de financiële positie.	C	Het Fonds adviseert de minister om in overleg te treden met de corporatie over de besteding van de middelen ten behoeve van de volkshuisvesting.

### De oordeelsvorming

Ook bij het continuïteitsoordeel gaat het erom een zo realistisch mogelijk beeld te krijgen van het volkshuisvestelijk vermogen en de risico's, nu niet in het verslagjaar maar aan het einde van de prognoseperiode van vijf jaar.

De ontwikkeling van het volkshuisvestelijk vermogen in de prognoseperiode wordt onder meer bepaald op basis van de prospectieve informatie die de corporatie heeft aangeleverd. Het Centraal Fonds beoordeelt welk vermogenseffect de activiteiten hebben die in de vijf jaar na balansdatum zijn gepland. De balansposities die nader zijn bepaald in het verslagjaar, vormen ook een basis voor de prognose van de beschikbare middelen. In de methodiek wordt alleen rekening gehouden met het rendement dat voortvloeit uit de balansposten materiële vaste activa in exploitatie en langlopende leningen. Als verwacht rendement op deze balansposten wordt de discontovoet gebruikt, die bij de waardering is gebruikt. De discontovoet maal de balanspost materiële vaste activa in exploitatie levert een positieve bijdrage aan de beschikbare middelen. De discontovoet maal de rentabiliteitswaarde van de langlopende leningen levert een negatieve bijdrage aan de beschikbare middelen.

### Rol risicobronnen bij continuïteitsoordeel

De tweede bouwsteen bestaat uit de risico's, die zoals ook bij het solvabiliteitsoordeel het geval was, in drie risicobronnen zijn onderverdeeld.

**Tabel 10** Marktrisico in prognoseperiode

Marktrisico verhuur vastgoedportefeuille	12.254
Marktrisico bouw koopwoningen	4.148
Marktrisico verkoop huur (niet) woonegelegenheden	7.168
Totaal marktrisico	<b>23.570</b>
Percentage balanstotaal	5,30%

Het marktrisico verhuur vastgoedportefeuille bouwt voort op het risico dat in het verslagjaar hiervoor is bepaald. In het bedrag aan risico is nu rekening gehouden met de groei van de vastgoedportefeuille. Het marktrisico koop vloeit voort uit de voorgenomen bouw van koopwoningen in de prognosejaren. Het marktrisico verkoop huur laat het risico zien dat naar voren kan komen indien er zich een 'slecht weer' scenario voordoet met betrekking tot de hoogte van de verkoopprijzen.

**Tabel 11** Macro-economisch risico in prognoseperiode

Renteschok	18.489
Inflatieschok	32.546
Bouw- en onderhoudskostenschok	33.494
Totaal risicobedrag na optelling rekening houdend met correlatie	<b>44.768</b>
Percentage balanstotaal	10,00%

Het risico vanwege een renteschok laat het effect zien van het verschil tussen een verwachte rente in de prognoseperiode en een 'slecht weer' rente-ontwikkeling, rekening houden met de afgeleide financieringsbehoefte. Indien er al rente-afspraken zijn gemaakt ten aanzien van de toekomstige financieringsbehoefte, treedt er geen macro-economisch risico op. Het risico vanwege de inflatieschok bouwt voort op het risico dat in het verslagjaar is bepaald. Alleen de verandering van de vastgoedportefeuille leidt tot een ander bedrag. Het risico vanwege de bouw- en onderhoudskostenschok heeft zowel betrekking op het risico in het bestaande bezit als op de risico's in de voorgenomen investeringen. Het eerste deel wordt ook afgeleid uit de positie in het verslagjaar. Het tweede is verbonden met de omvang van de voorgenomen investeringen en het verschil tussen de verwachte prijsontwikkeling en de 'slecht weer' prijsontwikkeling. Bij de optelling van deze drie risico-onderdelen wordt rekening gehouden met een correlatie tussen de ontwikkeling van deze parameters.

### Relevante activiteiten bij continuïteitsoordeel

De voorgenomen activiteiten hebben betrekking op mutaties in het bezit in exploitatie (woongelegenheden en niet-woongelegenheden). Het gaat achtereenvolgens om nieuwbouw, aankoop, verkoop, woningverbetering en sloop. Activiteiten die voortvloeien uit de exploitatie van het bestaande bezit (beheer en onderhoud), zijn al betrokken bij de waardering van het vastgoed. Activiteiten die samenhangen met de bouw van koopwoningen worden ook meegenomen voor zover ze voor rekening en risico van de woningcorporatie worden uitgevoerd. De ontwikkeling van vastgoed in een deelneming wordt in dit verband niet meegenomen. Financieringsactiviteiten die de resultante zijn van de exploitatie van de bestaande portefeuille en de voorgenomen investeringsactiviteiten, worden ook meegenomen. De activiteiten verkoop, bouw van koopwoningen en financieringsactiviteiten leiden over het algemeen tot een positieve bijdrage aan de beschikbare middelen. De activiteiten nieuwbouw, aankoop, sloop en woningverbetering leiden meestal tot een besteding van de beschikbare middelen. Het saldo van de beschikbaar komende middelen en de besteding van de middelen bepaalt de ontwikkeling van het volkshuisvestelijk vermogen in de prognoseperiode.

### Rol risicobronnen bij continuïteitsoordeel

De drie bronnen van risico (markttechnisch, macro-economisch en operationeel) uit het solvabiliteitsoordeel zijn ook bepalend voor het risico dat de corporatie loopt in de prognoseperiode van vijf jaar. Wat verandert, is dat er risicogebieden bij komen en afvallen. Dit hangt samen met de aard van het oordeel. In het continuïteitsoordeel staan immers de voorgenomen activiteiten centraal, terwijl dat in het solvabiliteitsoordeel de harde verplichtingen zijn. Daarnaast kan als gevolg van de voorgenomen activiteiten de financiële impact van een risicogebied wijzigen.

### Grenswaarden voor een passend activiteitenpatroon

Om aan de bovenkant tot een oordeel te kunnen komen, zijn bovengrenswaarden voor het vermogen bepaald die het mogelijk maken om te beoordelen of de corporatie een passend activiteitenpatroon heeft. Deze grenswaarden zijn afhankelijk van de omvang van de corporatie, uitgedrukt in aantal woningen.

**Tabel 12 Operationeel risico in prognoseperiode**

Deelnemingen	0
Treasury	1.665
Bouw huurwoningen	2.065
Bouw koopwoningen	4.339
Aankopen	0
Sloop	225
Verbetering	932
Verkoop eenheden uit vastgoedportefeuille	4.278
<b>Totaal operationeel risico</b>	<b>13.503</b>
Percentage balanstotaal	3,00%

Het operationele risico wordt gekoppeld aan de voorgenomen activiteiten in de prognoseperiode. Per activiteit wordt, rekening houdend met de omvang van de activiteit en het daarbij optredende risico, een risicobedrag bepaald. In de risicobepaling wordt zoveel mogelijk rekening gehouden met het feit of de corporatie een dergelijke activiteit op een vergelijkbaar niveau in het verleden al heeft uitgevoerd. Ervaring is een reden om met een lager risico rekening te houden. Aldus beschikt het Centraal Fonds over voldoende informatie om tot een continuïteitsoordeel te komen.

**Tabel 13 Confrontatie volkshuisvestelijk vermogen met de risico's aan het einde van de prognoseperiode**

Volkshuisvestelijk vermogen	<b>79.372</b>
Percentage balanstotaal	17,70%
Marktrisico	23.570
Macro-economisch risico	44.768
Operationeel risico	13.503
<b>Totaal risico na optelling rekening houdend met correlatie</b>	<b>52.365</b>
Percentage balanstotaal	11,70%

Het volkshuisvestelijk vermogen van De Kwartiermakers is groter dan het bedrag aan risico. Omdat het verschil kleiner is dan 10% van het balanstotaal, dient er een marktwaardetoets plaats te vinden.

Schema: bovengrenzen van het vermogen

Omvang bezit	< 200	< 500	< 1.000	< 2.500	< 5.000	>= 5.000
Corporatie						
Bovengrens vermogen	100% balanstotaal	50% balanstotaal	45% balanstotaal	40% balanstotaal	35% balanstotaal	30% balanstotaal

Deze grenzen hangen samen met de mate waarin corporaties hun vermogen kunnen inzetten. Enerzijds als buffer om eventuele tegenvallers op te vangen en anderzijds als middel om inkomsten te genereren en onrendabele toppen te financieren ook na de prognoseperiode. Voor de corporaties met minder dan 200 woningen is de grens op 100% gesteld. Dit betekent dat een dergelijke corporatie nooit het oordeel onvoldoende inzet van het vermogen kan hebben. De achtergrond hiervoor is dat dergelijke corporaties een discontinu activiteitenpatroon kent dat een relatief groot beslag op de beschikbare middelen kan leggen. Naarmate de corporatie groter is, ligt de bovengrens lager omdat deze factoren dan minder van belang zijn.

In samenhang met de bovengrens hanteert het Centraal Fonds nog een ander criterium. Indien corporaties met een vermogen in de startpositie boven deze grenswaarde het verschil tussen het vermogen en de grenswaarde in de prognoseperiode met minimaal een derde laten afnemen, is er niet sprake van onvoldoende inzet van financiële middelen. Zelfs als de afname minder dan een derde is maar meer dan 15 procentpunt, vindt er geen selectie plaats. De achtergrond hiervoor is dat de beoordeling of er sprake is van een financieel passend activiteiten-niveau, niet moet leiden tot een prikkel de financiële middelen geforceerd en niet doelmatig te besteden.

Bij de oordeelsvorming voor de bovenkant is het bepaalde risico niet van belang. Het risico heeft namelijk alleen betrekking op het neerwaartse risico. Gezien de vermogenspositie van corporaties, waarop het oordeel aan de bovenkant van toepassing zou kunnen zijn, is de omvang van het risico niet relevant. Het is evengoed denkbaar dat er zich in de prognoseperiode ontwikkelingen voordoen die gunstiger zijn dan de verwachting die aan de prognose ten grondslag ligt.

**Tabel 14 Markwaardetoets**

Geschatte marktwaarde	940.560
Marktwaarde na schok	655.325
Bedrijfswaarde	296.129
Verhouding marktwaarde na schok met bedrijfswaarde	221%
Verhouding groter dan norm 150%	<b>ja</b>

De geschatte marktwaarde is afgeleid van de positie in het verslagjaar, rekening houdend met veranderingen in de portefeuille en de in de prognoseperiode optredende prijsontwikkeling. De marktwaarde na schok geeft de marktwaarde bij een 'slecht weer' ontwikkeling. Deze is vervolgens geconfronteerd met de geüniformeerde bedrijfswaarde aan het einde van de prognoseperiode. De verhouding is groter dan 150%. Het volkshuisvestelijk vermogen van De Kwartiermakers kwalificeert zich niet voor een C-oordeel. Bij het woningbezit van De Kwartiermakers geldt voor het vermogen een bovengrens van 30%. Met een vermogen van 17,7% blijft De Kwartiermakers hier duidelijk onder.

Bij De Kwartiermakers is tenslotte geen selectie aan de orde vanwege een structureel negatieve exploitatiekasstroom na rente. Deze kasstroom is positief. De Kwartiermakers krijgen dus het oordeel A.

### Buitencategorie

Een buitencategorie vormen de woningcorporaties die informatie hebben aangeleverd, waarvan de kwaliteit ernstig tekort schiet of waarvan de gegevens in grote mate onvolledig zijn. In dat geval kan het Centraal Fonds tot het oordeel D besluiten. De corporatie dient dan binnen één maand verbeterde gegevens aan te leveren.

Conclusie	Oordeel	Actie
De aangeleverde gegevens bevatten ernstige tekortkomingen en/of zijn in grote mate onvolledig	D	Met de corporatie wordt afgesproken dat ze één maand na ze in kennis is gesteld van het oordeel, verbeterde gegevens aanlevert.



## Jaarkalender

Wat kunt u in het kader van de nieuwe methodiek van het Centraal Fonds verwachten?

1 december	Verzending opvraagprogramma prognosegegevens / Prospectieve informatie (dPi) naar corporaties via CorpoData.
1 december - 1 februari	Helpdesk CorpoData bereikbaar voor ondersteuning bij het invullen van dPi (0800 - 2677632)
1 februari	Uiterste inleverdatum voor dPi (in 2008: 1 maart)
1 maart	Verzending opvraagprogramma verantwoordingsgegevens / Verantwoordings informatie (dVi) naar corporaties via CorpoData.
1 maart - 1 juli	Helpdesk bereikbaar voor ondersteuning bij het invullen van dVi
Vóór 1 juli	Continuïteitsoordeel door Centraal Fonds naar individuele corporatie. In de periode 1 maart tot 1 juli mogelijk hoor en wederhoor.
1 juli	Uiterste inleverdatum dVi
September	Sectorbeeld op basis van de voornemens dPi door Centraal Fonds
Vóór 1 november	Solvabiliteitsoordeel door Centraal Fonds naar individuele corporatie. In de periode 1 juli tot 1 november mogelijk hoor en wederhoor.
December	Sectorbeeld en Verslag financieel toezicht op basis van de verantwoording door Centraal Fonds.

Dit is een uitgave van het Centraal Fonds Volkshuisvesting

Eindredactie en vormgeving Centraal Fonds Volkshuisvesting

Tekst Harms Communicatie, Utrecht

Druk Graficient Printmedia, Laren

Papier binnenwerk Biotop 100 grs/m<sup>2</sup>, papier omslag Biotop 250 grs/m<sup>2</sup>