



Duurzaam bedrijfsmodel: een financiële invalshoek

Johan Conijn, Marc Eggermont en Stan Wetzels

29 april 2020

finance
ideas

Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Betrokken woningcorporaties	3
1. Samenvatting	4
2. Inleiding	5
3. Duurzaam bedrijfsmodel	6
4. Eigen vermogen en het waarderingsvraagstuk	8
5. Functionele veroudering en afschrijvingen	10
6. Rekenmodel en uitkomsten	13

Voorwoord

Al enige tijd maken woningcorporaties zich zorgen of er voor hen nog wel een duurzaam bedrijfsmodel is. De onrendabele toppen bij de investeringen zijn steeds verder opgelopen. In samenhang hiermee valt te zien dat het rendement op de investeringen zeer laag is geworden. En dan ligt nog een grote opgave in het verschiet om de woningvoorraad gasloos en CO₂-neutraal te maken. Realiseren woningcorporaties met de bestaande woningvoorraad nog wel voldoende middelen om de voorraad in stand te houden? Kunnen de woningcorporaties nog wel de rentmeesters zijn, zodat zij ook voor toekomstige generaties nog iets kunnen betekenen?

Deze vragen en zorgen zijn reden geweest voor het project *Duurzaam bedrijfsmodel* waaraan vijftien woningcorporaties hebben deelgenomen. Met deze woningcorporaties hebben we verkend wat onder een duurzaam bedrijfsmodel verstaan kan worden, en welke voorwaarden vervuld moeten worden dat er ook daadwerkelijk sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel. Vervolgens hebben we ook een rekenmodel ontwikkeld waarmee voor elk van de deelnemende woningcorporaties, op basis van het eigen beleid, zichtbaar gemaakt kan worden of er voor de betreffende woningcorporatie sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel.

Deze rapportage heeft betrekking op de financiële invalshoek van het duurzaam bedrijfsmodel. De maatschappelijke invalshoek is in een separate rapportage uitgewerkt.

Tot slot willen we de deelnemende woningcorporaties danken voor de inspirerende bijeenkomsten. Het was iedere keer een boeiende en leerzame gedachtenwisseling.

Johan Conijn

Marc Eggermont

Stan Wetzels

Betrokken woningcorporaties



ROCHDALE

VESTIA



**WOON
KRACHT
10**



1. Samenvatting

Bij veel woningcorporaties leeft de zorg dat er niet meer sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel. Deze zorg wordt ingegeven door de sterke verslechtering in de afgelopen jaren van de voorwaarden waaronder woningcorporaties de bestaande woningen moeten verhuren en nieuwe huurwoningen moeten bouwen. Deze verslechtering is het gevolg van de invoering van de verhuurderheffing, de stijgende vennootschapsbelasting, waaronder ATAD, de stijgende bouwkosten en de discrepantie tussen de stijging van de huren met inflatie en de stijging van de exploitatiekosten die daar structureel boven ligt. Samen met woningcorporaties is op basis van deze zorg het project Duurzaam bedrijfsmodel opgezet en uitgevoerd.

De belangrijkste bevindingen uit dit project zijn de volgende:

- Om de woningportefeuille in kwantitatief en kwalitatief opzicht in stand te houden is het nodig dat het eigen vermogen structureel met 2,5% stijgt, gelijke aan de verwachte stijging van de bouwkosten op de lange termijn;
- Als de woningvoorraad in kwantitatief en kwalitatief opzicht in stand blijft, zal in een evenwichtig duurzaam bedrijfsmodel de waarde van de woningvoorraad ook met 2,5% stijgen. Dat geldt dan ook voor de omvang van de leningportefeuille;
- De investeringen die nodig zijn om de woningvoorraad in stand te houden via renovaties en sloop/nieuwbouw dienen bekostigd te worden uit de netto operationele kasstroom en de additionele leningsruimte die ontstaat als de waarde van de woningvoorraad met 2,5% stijgt;
- De huidige beleidswaarde is niet bruikbaar om een goed inzicht te hebben in de hoogte en de ontwikkeling van het eigen vermogen. De beleidswaarde kent drie tekortkomingen:
 - De marktconforme disconteringsvoet waarmee de beleidswaarde wordt berekend is niet passend voor de waardering van het corporatiebezit;
 - De oneindige levensduur op basis waarvan de eindwaarde na 15 jaar wordt berekend is een fictie en miskent het verouderingsproces;
 - Bij de berekening van de beleidswaarde blijft de functionele veroudering, waarmee bij de hoogte van het ingerekende onderhoud geen rekening is gehouden, ten onrechte buiten beschouwing;
- Op basis van literatuur en inschattingen voor de koopsector is de functionele veroudering van woningen op 1% van de leegwaarde gesteld. Bij een verhouding tussen leegwaarde en beleidswaarde van 2,5, impliceert dit dat als gevolg van de functionele veroudering de omvang van de jaarlijkse economische afschrijvingen 2,5% van de beleidswaarde zijn;
- Het feit dat de huurstijging met 2,0% structureel achterblijft bij de exploitatiekosten van 2,5%, heeft op de beleidswaarde een waardedalend effect van 1%;
- Volgens de Leidraad economische parameters van Aw/WSW is de jaarlijkse, autonome waarde­stijging van de beleidswaarde gelijk aan de inflatie minus 1,0%. Bij een inflatie van 2,0% is de stijging derhalve 1,0%. Hiermee wordt een te optimistisch beeld geschetst van de waardeontwik­keling van de woningen;
- Als rekening wordt gehouden met het waardedalende effect van de functionele veroudering van woningen (- 2,5%) en met het waardedalende effect van een huurstijging die lager is dan de kosten­stijging (- 1,0%) is er een autonome waardedaling van de beleidswaarde van 1% per jaar (2,5% - 3,5%). Deze waardeontwik­keling levert een beter beeld op van de ontwikkeling van het eigen vermogen;
- Als met het Corporatie Prognosemodel bezien wordt of er sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel, dan blijkt uit acht doorrekeningen bij de deelnemende woningcorporaties dat de financiële ratio's en het eigen vermogen in snel tempo verslechteren. Met de huidige financiële randvoorwaarden waaronder woningcorporaties moeten werken, is er geen sprake van een duurzaam bedrijfsmodel. Daarmee staat de continuïteit van de corporatiesector op het spel.

2. Inleiding

Hebben woningcorporaties in financieel opzicht een duurzaam bedrijfsmodel? Dat is de vraag die centraal staat in dit rapport. Het concept van 'rentmeesterschap' dat in de corporatiesector veel weerklank kent, gaat ervan uit dat woningcorporaties tot in lengte van jaren hun maatschappelijke rol zouden moeten kunnen vervullen. Is dat nog steeds het geval? Verschillende ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat er steeds meer reden is om nader te onderzoeken of er nog wel sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel in de corporatiesector. De opgaven waar de corporatiesector voor staat zijn omvangrijk. De verduurzaming van de bestaande woningvoorraad, het voorzien in voldoende woonruimte en de betaalbaarheid van deze woonruimte zijn belangrijke opgaven. Ondertussen zijn de afgelopen jaren de lasten die op de corporatiesector zijn gelegd sterk toegenomen. Het gaat dan met name om de verhuurderheffing en de sterk stijgende vennootschapsbelasting, inclusief ATAD. Tegelijkertijd zijn bouwkosten en ook de onderhoudskosten sterk toegenomen. De lasten stijgen veel sterker dan de baten. Dit holt de financiële basis van de woningcorporaties uit en zo komt de continuïteit van het duurzaam bedrijfsmodel in het geding.

Recente signalen bevestigen dat de financiële positie van de corporatiesector verslechtert. De Autoriteit woningcorporaties (Aw) heeft in haar recent gepubliceerde Staat van de corporatiesector 2019, laten zien dat in 2018 ten opzichte van 2017, de operationele kasstroom met 22% is gedaald.¹ De verwachting is dat ook de komende jaren de operationele kasstroom verder afneemt. Dit heeft consequenties voor de investeringsmogelijkheden van de corporatiesector: "Door de afnemende verdien capaciteit is het onzeker of woningcorporaties op korte en lange termijn in voldoende mate kunnen blijven voldoen aan hun publieke taak."²

De geschetste ontwikkelingen hebben er ook toe geleid dat het verlies dat een woningcorporatie lijdt bij de bouw van nieuwe sociale huurwoningen de afgelopen jaren steeds verder is opgelopen. In de Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties is aangegeven dat het verlies – de onrendabele top – bij een sociale huurwoning in 2019 gemiddeld op 62% van de stichtingskosten is uitgekomen. Bij investeringen in woningverbetering is het verlies zelfs 78% van de investeringen.³ Deze grote verliezen leggen een zware druk op de omvang van het eigen vermogen. De vraag of er nog sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel is derhalve zeer actueel.

De indeling van dit rapport is verder als volgt. De volgende paragraaf heeft betrekking op de vraag wat onder een duurzaam bedrijfsmodel verstaan kan worden. De ontwikkeling van het eigen vermogen speelt daarbij een belangrijke rol. Omdat de omvang en het verloop van het eigen vermogen mede wordt bepaald door de waardering van het vastgoed, komt vervolgens de huidige beleidswaarde aan bod. Een belangrijke tekortkoming van de beleidswaarde is dat daarbij geen rekening wordt gehouden met functionele veroudering. Functionele veroudering staat centraal in de daaropvolgende paragraaf. In de laatste paragraaf presenteren we de uitkomsten van de doorrekeningen met het voor dit project ontwikkelde Corporatie Prognosemodel, waarmee zichtbaar gemaakt kan worden of er voor een corporatie sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel.

¹ Autoriteit woningcorporaties (2020): "Staat van de corporatiesector 2019; onderzoeksrapport", p. 33

² Autoriteit woningcorporaties (2020): "Staat van de corporatiesector 2019", p. 5

³ Ortec Finance (2019): "Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2019", p. 6 en p. 7

3. Duurzaam bedrijfsmodel

Duurzaam bedrijfsmodel is het centrale begrip. Er is sprake van een duurzaam bedrijfsmodel als de continuïteit van de woningcorporatie behouden kan blijven. Hierbij kunnen ten aanzien van de continuïteit verschillende perspectieven worden onderscheiden:

- 1) Het maatschappelijke perspectief
- 2) Het bedrijfsmatige perspectief
- 3) Het financiële perspectief

Ad 1) Bij het maatschappelijk perspectief gaat het om de mate waarin en de wijze waarop de woningcorporatie voorziet in haar maatschappelijke doelstelling. Dit maatschappelijk resultaat kan worden uitgedrukt in de dimensies beschikbaarheid, betaalbaarheid en kwaliteit. Er dienen voldoende geschikte woningen te zijn voor de doelgroep. Woningen met een duurzame kwaliteit, passend bij de veranderende maatschappelijke opvattingen daarover. En woningen die, zowel in huurprijs als in de bijkomende woonlasten, betaalbaar zijn voor de doelgroepen. De groei van die doelgroepen voor de komende decennia laat zich lastig voorspellen. Verschillende factoren zijn hierop van invloed, zoals de toename van het totale aantal huishoudens, de omvang van de economische groei en eventuele veranderingen in de inkomensverdeling. Het gaat hierbij ook om een politieke keus over de rol van de woningcorporaties op de woningmarkt.

Ad 2) Bij het bedrijfsmatige perspectief gaat het om de governance, de sturing, de beheersing van (niet-financiële) risico's en de naleving van wet- en regelgeving. Deze dienen te allen tijde aan de eraan te stellen eisen te voldoen, teneinde de continuïteit te waarborgen. De eisen aan governance betreffen allereerst het ontwerp, het bestaan en de werking van bestuur en intern toezicht. Dit gaat over in competenties, cultuur en gedrag in de gehele organisatie. Onder sturing verstaan we het geheel van maatregelen waarmee de woningcorporatie wordt gericht op de optimale vervulling van haar doelstelling, inclusief de beheersing van de bedrijfskosten en de kwaliteit van de informatieverzorging.

Ad 3) Het financiële perspectief staat in dit rapport centraal. Er dienen financiële voorwaarden vervuld te zijn, wil er sprake zijn van continuïteit in financieel opzicht. De omvang van het eigen vermogen is daarbij een belangrijk kengetal. Het eigen vermogen vormt mede de basis om vreemd vermogen aan te trekken. Eigen en vreemd vermogen tezamen, aan de passiefzijde van de balans, geven de omvang van de waarde van de woningen aan de actiefzijde van de balans. Binnen dit kader is belangrijk dat woningcorporaties de ruimte hebben om mee te bewegen met de veranderende woonbehoeften. De opgave om de woningvoorraad de komende decennia te verduurzamen zodat de woningen gasloos worden en in 2050 CO₂-neutraal moeten zijn, legt daarbij een extra druk op het duurzaam bedrijfsmodel.

In financieel opzicht is er sprake van een duurzaam bedrijfsmodel en evenwichtige financiële verhoudingen als de structurele ontwikkeling van het eigen vermogen aansluit bij de waardeontwikkeling van de woningportefeuille die nodig is voor de maatschappelijke taak van de woningcorporatie. De omstandigheden kunnen het mogelijk maken dat de woningcorporatie kan volstaan met een krimpende portefeuille. Ook kan het zo zijn dat het gewenst is om de portefeuille te laten groeien. Het concept duurzaam bedrijfsmodel kan het best worden geïllustreerd in de situatie dat verondersteld wordt dat er tot in de verre toekomst een gelijkblijvende woningportefeuille nodig is. Gelijkblijvend, zowel in kwantiteit als in kwaliteit. De waarde van een dergelijke woningportefeuille stijgt structureel met de bouwkostenstijging.⁴ Die stijging komt tot stand via de inflatoire waardestijging van de bestaande woningen plus de investeringen (renovatie plus sloop/nieuwbouw) die nodig zijn om de woningportefeuille op een gelijkblijvend niveau te houden. Als de actiefzijde van de balans met de bouwkostenstijging stijgt, dient dat ook aan de passiefzijde te gebeuren. Dat geldt zowel voor het vreemd vermogen, als voor het eigen vermogen. De verhouding tussen eigen en vreemd vermogen kan wel tijdelijk

⁴ Een eventueel afwijkende ontwikkeling van de grondprijs blijft gemakshalve buiten beschouwing.

veranderen, maar in een structureel evenwicht is er sprake van een constante verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. De conclusie is dan vervolgens dat in een duurzaam, evenwichtig bedrijfsmodel het eigen vermogen dient te stijgen met de bouwkostenstijging. Uitgaande van een lange termijn inflatie van 2,0% en een extra bouwkostenstijging van 0,5%, is daarmee een stijging van het eigen vermogen met 2,5% nodig. Dit gewenste stijgingspercentage kan geamendeerd worden als de woningportefeuille kan krimpen; dan is een lagere stijging van het eigen vermogen nodig. Of voor de situatie dat het woningportefeuille dient te groeien; dan is een grotere stijging van het eigen vermogen vereist.

De vervolgvraag is hoe de benodigde stijging van het eigen vermogen in een duurzaam bedrijfsmodel tot stand kan komen. De sleutel daarvoor ligt aan de actiefzijde van de balans. Welke omvang aan investeringen (renovatie plus sloop/nieuwbouw) is nodig om de woningen in kwantitatief en kwalitatief opzicht op peil te houden? Daar komen voor de komende decennia nog de investeringen bovenop die nodig zijn om de woningen gasloos en CO₂-neutraal te maken. Dit investeringsniveau is noodzakelijk in een duurzaam bedrijfsmodel, waarbij er sprake is van een gelijkblijvende woningportefeuille. De bekostiging van dit noodzakelijke investeringsniveau kent in een structurele situatie in principe twee bronnen:

- De netto operationele kasstroom van de bestaande woningportefeuille;
- De additionele leningsruimte omdat de leningportefeuille met 2,5% kan stijgen.

De meeste woningcorporaties hebben daarbovenop nog een extra leningsruimte omdat de grenswaarden van de financiële ratio's van de toezichthouders nog niet zijn bereikt. Concreet gaat het om de 'loan-to-value' (LTV) die in veel gevallen hoger mag zijn. En dat geldt ook voor de 'interest coverage ratio' (ICR), die lager mag zijn. Woningcorporaties worden aangespoord om die extra leningsruimte te benutten. De consequentie van het benutten van die extra ruimte is dat het investeringsniveau dat daarmee mogelijk is, van tijdelijke aard is. Zodra die extra ruimte is benut, moet het investeringsniveau dalen tot het niveau dat past bij een structureel, evenwichtig bedrijfsmodel. Met het duurzaam bedrijfsmodel wordt bezien welk investeringsniveau structureel nodig en beschikbaar is. Het eenmalige 'feestje' blijft buiten beschouwing.⁵ Het gaat om de lange termijn zoals ook de verduurzamingsopgave voor de lange termijn geldt.

De afgelopen jaren staat de netto operationele kasstroom van de corporatiesector sterk onder druk. Dit is met name het gevolg van de verhuurderheffing en van de stijging van de vennootschapsbelasting, waaronder ATAD. In 2018 is de netto operationele kasstroom ten opzichte van 2017 zelfs met 22% gedaald. In een duurzaam bedrijfsmodel zou de netto operationele kasstroom structureel jaarlijks met 2,5% moeten stijgen. Deze benodigde stijging staat nog los van de vraag of het niveau van de netto operationele kasstroom toereikend is. Het niveau van de netto operationele kasstroom zou tezamen met de additionele leningsruimte voldoende moeten zijn om:

- De woningvoorraad in kwantitatief en kwalitatief opzicht op peil te houden;
- De investeringen voor de verduurzaming mogelijk te maken.

In het vervolg van deze rapportage wordt verkend of er sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel.

⁵ In voorkomende situaties kunnen er goede redenen zijn om dit eenmalige 'feestje' te vieren.

4. Eigen vermogen en het waarderingsvraagstuk

In de vorige paragraaf is uiteengezet dat in een duurzaam bedrijfsmodel de ontwikkeling van het eigen vermogen een centrale plaats inneemt. De waardering van de woningen vormt bij woningcorporaties de belangrijkste bouwsteen voor de bepaling van de omvang van het eigen vermogen. Daarom gaat deze paragraaf dieper in op de wijze waarop de woningen worden gewaardeerd. Momenteel passen woningcorporaties twee waarderingsmethodieken toe:

- De marktwaarde van de woningen;
- De beleidswaarde van de woningen.

De marktwaarde is de verplichte waarderingsgrondslag voor de jaarrekening. Deze waardering is gebaseerd op de waardering door de markt. De kasstromen en de rendementseis (disconteringsvoet) waarop deze waardering is gebaseerd, sluiten echter niet aan bij het beleid van woningcorporaties. Dit is de reden geweest om de beleidswaarde te ontwikkelen. De beleidswaarde is een afgeleide van de marktwaarde, waarbij de kasstromen van de woningcorporaties in de plaats komen van de veronderstelde marktconforme kasstromen.

Om te beoordelen of het eigen vermogen van een woningcorporatie in stand blijft, is de waardering van het vastgoed op basis van de marktwaarde minder geschikt. Waardering op marktwaarde geeft wel zinvolle informatie, maar sluit niet aan bij de maatschappelijke rol die de woningcorporatie vervult. Die waardering is gebaseerd op kasstromen die in principe niet zullen worden gerealiseerd. Het duurzaam bedrijfsmodel neemt de continuïteit van de maatschappelijke rol van de woningcorporatie met de daarmee samenhangende kasstromen, als uitgangspunt. Daarom biedt de waardering op beleidswaarde in principe een betere basis om de omvang van het eigen vermogen te bepalen. Dat is de reden dat in dit hoofdstuk nader zal worden gezien in welke mate de huidige beleidswaarde bruikbaar is als grondslag voor het bepalen van het eigen vermogen.

4.1. Tekortkomingen

Met de 'waterval' is de afleiding van de beleidswaarde zichtbaar gemaakt. Door de marktconforme kasstromen, waarop de marktwaarde is gebaseerd, stapsgewijs te vervangen door de overeenkomstige beleidsconforme kasstromen, ontstaat de beleidswaarde. De beleidswaarde is daarmee gebaseerd op de netto contante waarde van de beleidsconforme kasstromen.⁶ Het is daarbij goed om te realiseren dat de beleidswaarde ook rechtstreeks kan worden bepaald. Daar is een afleiding via de marktwaarde niet voor nodig.

De huidige beleidswaarde kent echter drie belangrijke tekortkomingen. Deze tekortkomingen zijn:

- 1) De beleidswaarde is gebaseerd op een marktconforme disconteringsvoet (=rendementseis);
- 2) De beleidswaarde is gebaseerd op een eeuwigdurende exploitatie;
- 3) De beleidswaarde houdt geen rekening met functionele veroudering.

Ad 1) De marktconforme disconteringsvoet is mede gebaseerd op een rendement/risico beoordeling van de woning als belegging door de markt. Daarbij hangt de risico-inschatting af van de verwachte, marktconforme kasstromen. De marktconforme kasstromen zijn hoger dan de beleidsconforme kasstromen van de woningcorporatie, waardoor het risico voor de woningcorporatie dat de kasstromen niet worden gerealiseerd, lager is. Daarnaast heeft de gemiddelde woningcorporatie een lagere rendementseis dan die van de markt. Een andere complicatie is dat de marktconforme disconteringsvoet in de loop van de tijd verandert. De omvang en de richting van die verandering, zal in veel gevallen

⁶ In feite is de beleidswaarde sterk vergelijkbaar met de vervangen bedrijfswaarde, die ook gebaseerd is op de contante waarde van de beleidsconforme kasstromen. De bedrijfswaarde werd berekend met een sectorspecifieke rendementseis en een eindige exploitatieduur.

niet aansluiten bij de eventuele veranderingen van de disconteringsvoet van de woningcorporatie. Dit alles leidt ertoe dat de marktconforme disconteringsvoet niet goed bruikbaar is voor de corporatiesector.

Een voor de corporatiesector beter passende disconteringsvoet is lager dan die van de markt en vermoedelijk minder gedifferentieerd naar regio en type woning dan de marktconforme disconteringsvoet. Een lagere disconteringsvoet leidt tot een hogere beleidswaarde en daarmee een hoger eigen vermogen. Dat momenteel bij de bepaling van de beleidswaarde de marktconforme disconteringsvoet wordt gebruikt is problematisch. Doordat de marktconforme disconteringsvoet wordt gebruikt bij de beleidswaarde, biedt het niveau en de verandering van het eigen vermogen geen goed inzicht om te kunnen beoordelen of het eigen vermogen duurzaam in stand blijft.

Ad 2) De fictie van een eeuwigdurende exploitatie heeft ook grote nadelen voor het gebruik van de beleidswaarde. De eeuwigdurende exploitatie is geïntroduceerd in het Handboek marktwaardering woningcorporaties bij de berekening van de eindwaarde van een woning na 15 jaar. In de basisversie van de marktwaardering is de eindwaarde gebaseerd op een eeuwigdurende exploitatie. Niet omdat dit een realiteit zou zijn, maar vanwege het rekentechnisch gemak. De eindwaarde kan dan met een relatief gemakkelijke formule worden bepaald.⁷ Door de fictie van de eeuwigdurende exploitatie bij de berekening van de beleidswaarde over te nemen, ontstaat het beeld dat er daadwerkelijk sprake zou zijn van een eeuwigdurende exploitatie. Dit is niet aannemelijk en vanuit prudentieel oogpunt geen verstandige aanname. Een belangrijk nadeel van de veronderstelling van een eeuwigdurende exploitatie is bovendien dat renovatie weinig tot geen extra waarde oplevert omdat de verlenging van de levensduur die daardoor wordt gerealiseerd, niet tot uitdrukking kan worden gebracht. Langer dan oneindig is niet mogelijk. De noodzaak van periodieke renovaties om de huurkasstroom in stand te houden komt zo niet tot zijn recht.

Ad 3) Bij de bepaling van de beleidswaarde wordt rekening gehouden met technische veroudering. Het bij de beleidswaarde ingerekende instandhoudingsonderhoud is nodig om technische veroudering ongedaan te maken. Functionele veroudering blijft daarentegen buiten beschouwing. Een woning veroudert en dat leidt ertoe dat na verloop van tijd de woning niet meer aan de eisen van de tijd voldoet. Het feit dat woningcorporaties er na een zekere periode toe overgaan om de woning te renoveren of te slopen is een illustratie van het functionele verouderingsproces.

In dit kader zullen niet alle tekortkomingen van de beleidswaarde worden geadresseerd. Het ongemak van de te hoge marktconforme disconteringsvoet laten we verder buiten beschouwing. Deze tekortkoming is overigens gemakkelijk te verhelpen door de disconteringsvoet te verlagen. Ook de eeuwigdurende exploitatie zal niet verder aan de orde komen. In de volgende paragraaf zal de focus liggen op de functionele veroudering en de wijze waarop daarmee rekening kan worden gehouden.

⁷ Het gaat hier om de formule van de oneindige meetkundige reeks.

5. Functionele veroudering en afschrijvingen

De omvang van de functionele veroudering vormt een belangrijke factor bij het bepalen van de ontwikkeling van de beleidswaarde, en daarmee voor de ontwikkeling van het eigen vermogen van woningcorporaties. Of er sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel hangt dan ook mede af van de omvang van de functionele veroudering. Het belang van goed inzicht in de functionele veroudering staat in schril contrast met de kennis die er over is.

5.1 Conceptueel

Er zijn drie invalshoeken waarmee de omvang van de functionele veroudering bepaald zou kunnen worden. Deze zijn:

- De investeringen die woningcorporaties doen om de functionele veroudering te compenseren. Het gaat dan om uitgaven voor woningverbeteringen en kosten van sloop. Deze benadering heeft twee bezwaren. Er is geen goed representatief overzicht van de omvang van deze investeringen. Een nog groter bezwaar is dat het niet duidelijk is in welke mate met de uitgevoerde investeringen de functionele veroudering ongedaan is gemaakt;
- De bouwkundige invalshoek voor functionele veroudering. Er is enige, bouwkundige literatuur over functionele veroudering. Daaruit blijkt dat het een weerbarstig onderwerp is om goed in kaart te brengen. Bovendien leidt de bouwkundige benadering niet tot een financiële vertaling van de omvang van de functionele veroudering en dat is nodig om de link te leggen naar de beleidswaarde;
- De invalshoek via de omvang van de economische afschrijvingen. Aannemende dat instandhoudingsonderhoud plaats vindt, zijn afschrijvingen de financiële vertaling van functionele veroudering. Hierbij dient te worden gecorrigeerd voor investeringen in de voorraad (capex). Met name met betrekking tot koopwoningen is veel literatuur over de omvang van de economische afschrijvingen. De uitkomsten hiervan zijn indicatief voor de afschrijvingen bij corporatiewoningen.

Veroudering en afschrijvingen zijn twee met elkaar samenhangende verschijnselen.⁸ Functionele veroudering van een woning komt tot uiting in een geleidelijke vermindering van het woongenot als gevolg van het ouder worden van de woning. Of en in welke mate veroudering optreedt, is iets dat in de praktijk moet blijken. Er zijn veel studies geweest om veroudering empirisch te meten. Ook in Nederland is dat in het verleden gedaan. Het geschatte effect varieert binnen een beperkte bandbreedte tussen 0,7% en 1,0% van de huur.⁹ Een huurder zal, gecorrigeerd voor inflatie, geleidelijk vanwege de veroudering steeds minder huur bereid zijn te betalen. Als gevolg van een woningtekort zal deze afnemende betalingsbereidheid niet altijd zichtbaar zijn. Dat impliceert dan nog niet dat de functionele veroudering niet optreedt. De schaarste aan woningen onttrekt de functionele veroudering aan het zicht.

Functionele veroudering leidt tot economische afschrijvingen. In dit verband wordt onder economische afschrijvingen de waardedaling van de woning doordat de woning ouder wordt verstaan. Zonder afschrijvingen zou de waarde van de woning in principe stijgen met de bouwkostenstijging. Een ouder wordende woning heeft dan een waarde gelijk aan die van een nieuwbouwwoning. De mate waarin de woning ten opzichte van de bouwkostenstijging¹⁰ minder in waarde stijgt, is gelijk aan afschrijvingen. Functionele veroudering is niet de enige oorzaak van afschrijvingen. Ook een eindige levensduur leidt tot afschrijvingen. Als er sprake is van een eindige levensduur, zal de waarde van de woning geleidelijk dalen tot de restwaarde aan het einde van de exploitatie.

Ook economische afschrijvingen kunnen empirisch geschat worden. Dit gebeurt in de praktijk aan de hand van de prijzen van koopwoningen van verschillende leeftijden, waarbij ook gecorrigeerd moet worden voor eventueel uitgevoerde

⁸ Zie ook J.B.S. Conijn (1995): "Enkele financieel-economische grondslagen van de volkshuisvesting", Delftse Universitaire Pers

⁹ L. Hoven (1984): "Het prijsindexcijfer van de huren en kwaliteitsveranderingen", Maandstatistiek van de prijzen, nr. 8, pp. 9 – 20. En ook J.B.S. Conijn (1995).

¹⁰ Strikt genomen zou ook rekening gehouden moeten worden met de stijging van de grondkosten.

woningverbetering. De schattingsresultaten in de internationale literatuur lopen uiteen van 0,25% tot 2,5% van de leegwaarde.¹¹ De verschillen hangen mede samen met de wijze waarop rekening wordt gehouden met onderhoud en woningverbetering. Voor Nederland heeft de schatting van de hoogte van het afschrijvingspercentage voor de eerste 25 jaar van de woning 0,85% van de leegwaarde per jaar opgeleverd.¹² Momenteel gebruikt de Europese Unie in haar statistiek voor de woonkosten bij alle landen een afschrijvingspercentage van 1% van de leegwaarde.¹³ Het ligt voor de hand dit percentage ook bij corporatiewoningen toe te passen.

Het ongedaan maken van functionele veroudering vereist derhalve een investering in bestaand bezit van 1% van de waarde van de woning. Dit percentage heeft echter niet betrekking op de beleidswaarde. De beleidswaarde geeft immers niet de hoogte van de bouwkosten weer. Er is een groot verschil tussen de bouwkosten van een woning en de beleidswaarde. Dit verschil komt onder meer tot uitdrukking in de onrendabele top. Het percentage van 1% zou het beste op de herbouwwaarde, exclusief de grond, toegepast kunnen worden. Als proxy voor deze herbouwwaarde kan de leegwaarde worden genomen. Afschrijving ter hoogte van 1% van de leegwaarde is een hoger percentage over de beleidswaarde, afhankelijk van de verhouding van de leegwaarde ten opzichte van de beleidswaarde. Als de leegwaarde gemiddeld 2,5 keer zo hoog is als de beleidswaarde, bedragen de afschrijvingen 2,5% van de beleidswaarde.

Terzijde is het interessant om te benoemen dat bij de bedrijfswaarde, de voorganger van de beleidswaarde, wel rekening werd gehouden met economische afschrijvingen. De economische afschrijvingen bij de bedrijfswaarde zijn het gevolg van het feit dat de bedrijfswaarde rekening houdt met een eindige levensduur van de woning. Bij nieuwbouwwoningen is dat 50 jaar. Na afloop van die 50 jaar resteert de grondwaarde. Daarmee zijn de stichtingskosten, met uitzondering van de grondwaarde, in die 50 jaar volledig afgeschreven.

5.2. Uitwerking in het rekenmodel

In het rekenmodel is het mogelijk om rekening te houden met functionele veroudering. Deze uitwerking ziet er als volgt uit:

- In een duurzame evenwichtige situatie, waarbij de stijging van het huurniveau gelijk is aan de stijging van de exploitatiekosten, en waarbij er geen functionele veroudering en daarop gebaseerde economische afschrijvingen zijn, zou de beleidswaarde met 2,5% per jaar stijgen;
- Bij de aanpassing van de stijging van de beleidswaarde dient rekening te worden gehouden met twee effecten:
 - Het waardedalende effect van het feit dat de huurstijging lager is dan de stijging van de kosten
 - Het waardedalende effect van de functionele veroudering;
- In de Leidraad economische parameters wordt rekening gehouden met een huurstijging gelijk aan de inflatie van 2,0%. De kosten van onderhoud, beheer en verhuurderheffing worden geacht structureel met 2,5% per jaar te stijgen. Als gevolg hiervan stijgt de beleidswaarde van een bestaande woning niet met 2,5% maar met circa 1,5%. Dit impliceert dat door de lagere huurstijging 1,0% van de waardestijging verloren gaat;¹⁴
- Aangenomen wordt dat de functionele veroudering gelijk is aan 1,0% van de leegwaarde van de woningen. Het effect van op de beleidswaarde hangt af van de verhouding tussen de leegwaarde en de beleidswaarde. Stel dat die verhouding 2,5 is, dan leidt een functionele veroudering van 1,0% van de leegwaarde tot een daling van de beleidswaarde met 2,5%;
- De genoemde aanpassingen van de beleidswaarde leiden ten opzichte van de situatie dat de beleidswaarde met 2,5% zou stijgen, tot een daling van de beleidswaarde met – 1,0%. Een verschil van 3,5%. Hiervan komt 1,0% voor rekening van de lagere huurstijging en 2,5% door de functionele veroudering;

¹¹ Bram Leermakers en Marc Francke (2018): "Veroudering en marktwaarde", Ortec Finance

¹² J.B.S. Conijn (1995)

¹³ Salvador Barios, Cecile Denis, Viginta Ivaskaite-Tamosiune, Andriana Reut, Estefania Vazquez Torres (2019): "Housing taxation: a new database for Europe", European Commission

¹⁴ Als de huurstijging ook 2,5% zou zijn, gelijk aan de stijging van de kosten, dan zou de beleidswaarde met 2,5% stijgen. Het effect van de lagere huurstijging op de beleidswaarde is met een afzonderlijke berekening vastgesteld.

- In de Leidraad economische parameters is beschreven hoe momenteel de prognose van de beleidswaarde uitgevoerd moet worden. De stijging van de beleidswaarde is volgens de Leidraad gelijk aan de inflatie minus 1,0%. Bij een inflatie van 2,0% stijgt de beleidswaarde met 1,0%. De vermindering van 1,0% ten opzichte van de inflatie wordt toegepast vanwege een gematigde huurstijging bij woningcorporaties en vanwege de veroudering van de woning.¹⁵ De Leidraad geeft derhalve een te optimistisch beeld van de stijging van de beleidswaarde.

In het rekenmodel worden twee prognoses van de autonome mutatie van de beleidswaarde gemaakt:

- Een beleidswaarde in overeenstemming met de Leidraad economische parameters: inflatie van 2,0% minus 1,0%;
- Een beleidswaarde waarbij rekening wordt gehouden met het effect van de lagere huurstijging dat gelijk is aan 1,0% van de beleidswaarde, plus het effect van de functionele veroudering dat bij een verhouding tussen leegwaarde en beleidswaarde van 2,5, uitkomt op 2,5%. Beide effecten tezamen komen uit op 3,5%. Deze 3,5% wordt dan in mindering gebracht op de stijging van de beleidswaarde van 2,5% die zou optreden als de huurstijging gelijk zou zijn aan de stijging van de exploitatiekosten en er geen functionele veroudering zou zijn. Er resulteert derhalve in dit rekenvoorbeeld een autonome daling van de beleidswaarde van – 1,0%;

Renovaties strekken ertoe dat de functionele veroudering (deels) ongedaan wordt gemaakt. In het model is dit zo uitgewerkt dat met het uitvoeren van de renovaties de economische afschrijvingen met het bedrag van de renovaties ongedaan worden gemaakt.¹⁶ Hiermee ontstaat de situatie dat renovaties ook in financieel opzicht weer aantrekkelijk worden. Het door de functionele veroudering dalend verloop van de beleidswaarde wordt met de renovaties weer (deels) ongedaan gemaakt mede afhankelijk van de omvang van de renovaties.

¹⁵ Aw/WSW: Leidraad economische parameters dPi 2019, p. 9

¹⁶ Voor het bedrag van de renovatie gelijk is aan de vermindering van de economische afschrijvingen is aanname die nader onderzocht zou moeten worden.

6. Rekenmodel en uitkomsten

Als onderdeel van het project duurzaam bedrijfsmodel is ook een meerjarig rekenmodel gemaakt om te kunnen kwantificeren hoe het duurzaam bedrijfsmodel er bij de deelnemende woningcorporaties uit ziet. Deze paragraaf geeft eerst op hoofdlijnen een beeld van het Corporatie Prognosemodel, dat hiervoor is ontwikkeld. Vervolgens zullen enkele belangrijke uitkomsten uit de doorrekeningen worden gepresenteerd.

6.1 Corporatie Prognosemodel

Het Corporatie Prognosemodel geeft een prognose vanaf 2019 tot en met 2050. De prognose betreft onder meer:

- De ontwikkeling van de woningportefeuille naar enkele kenmerken
- De mate waarin de woningvoorraad is verduurzaamd
- De winst- en verliesrekening
- De balans
- Het kasstroomoverzicht
- De financiële ratio's vanuit het beoordelingskader
- Het effect van de functionele veroudering
- De ontwikkeling van het eigen vermogen

Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen DAEB, niet-DAEB en de enkelvoudige situatie.

De invoergegevens van de woningcorporaties bestaan uit twee onderdelen:

- De gegevens ontleend aan dVi waarmee de startstand voor de prognose kan worden bepaald. Op dit moment is dat (nog) dVi over het verslagjaar 2018, zodat de startstand betrekking heeft op ultimo 2018. De woningen worden met de relevante gegevens op complexniveau ingevoerd. De leningen elk afzonderlijk;
- De gegevens die betrekking hebben op het voorgenomen beleid van de woningcorporatie vanaf 2019. Het gaat dan onder meer om de (des)investeringen en het exploitatiebeleid.

Bij de verduurzaming van de woningvoorraad is onderscheid gemaakt tussen de drie hoofdvarianten:

- 1) Groen gas
- 2) Aansluiting op warmtenet
- 3) All electric

Het is mogelijk gedetailleerd op complexniveau de gewenste maatregelen te specificeren. De kostenkengetallen worden standaard gebaseerd op de kostenkengetallen van Atriensis. Desgewenst kunnen deze worden vervangen door eigen kostenkengetallen. Het model kan zo worden ingesteld dat de maatregelen ertoe leiden dat in 2050 de gehele, dan aanwezige woningvoorraad gasloos en CO₂-neutraal is.

6.2 Enkele uitkomsten

Van de vijftien aan dit project deelnemende woningcorporaties zijn van acht woningcorporaties de uitkomsten van de doorrekening met het Corporatie Prognosemodel beschikbaar voor deze rapportage. De berekeningen zijn gemaakt met de eigen woningportefeuille en de eigen leningportefeuille. Het (des)investeringsbeleid is door de betreffende woningcorporatie zelf ingevuld, inclusief de duurzaamheidsinvesteringen om in 2050 voor de hele woningportefeuille gasloos en CO₂-neutraal te zijn. Ook op de overige onderdelen van het beleid, zoals het huurbeleid en het exploitatiebeleid, is aangesloten bij de beleidsvoornemens van de woningcorporaties. De uitkomsten zullen aan de hand van enkele onderwerpen worden gepresenteerd.

Saldo kasstroom nieuwbouwwoning

Bij nieuwbouwwoningen staat de netto exploitatiekasstroom onder druk. De oorzaak is dat de huur van nieuwe woningen met de inflatie stijgt, die structureel op 2% is gesteld, en de exploitatiekosten met een hoger percentage, te weten 2,5%. Op de korte termijn is hierbij ook nog van belang dat de verhuurderheffing de WOZ-waarde met een vertraging volgt, waardoor de komende jaren de verhuurderheffing met aanzienlijk meer dan 2,5% zal toenemen. Bovendien zijn de bouwkosten sterk gestegen. Als gevolg hiervan zal de onrendabele top bij een nieuwe huurwoning, die momenteel al erg hoog is, verder oplopen.

Met de netto huur moeten de rentelasten worden betaald. Momenteel is de rente erg laag zodat dat nog wel lukt. Dat wordt anders als de rente weer gaat stijgen. Bij de berekening is het verloop van de rente ontleend aan de verwachtingen van Aw en WSW die in de Leidraad economische parameters 2019 zijn weergegeven. Daarin is sprake van een geleidelijk stijgende rente. Dan kan op een gegeven moment de netto huur onvoldoende blijken te zijn om de rentelasten te kunnen dekken. Aannemende dat er sprake is van 100% externe financiering voor een extra nieuwbouwwoning, geeft tabel 6.1 weer wanneer dat punt wordt bereikt.

Tabel 6.1: Het saldo van de netto huur en de rentelasten bij 100% financiering van een nieuwbouwwoning

	2019	2030	2040	2050
Corporatie 1	€ 1.245	-€ 5.884	-€ 11.867	-€ 17.255
Corporatie 2	€ 1.629	-€ 3.735	-€ 8.124	-€ 11.975
Corporatie 3	€ 2.942	-€ 2.525	-€ 7.169	-€ 11.182
Corporatie 4	€ 616	-€ 7.617	-€ 14.549	-€ 20.850
Corporatie 5	€ 4.878	-€ 1.441	-€ 6.509	-€ 10.686
Corporatie 6	€ 771	-€ 5.527	-€ 10.843	-€ 15.669
Corporatie 7	€ 3.002	-€ 2.499	-€ 7.205	-€ 11.265
Corporatie 8	€ 2.535	-€ 4.824	-€ 10.911	-€ 16.282

Het is duidelijk dat door de combinatie van een dalende netto huur en stijgende rentelasten al heel snel het punt wordt bereikt dat het saldo negatief is. Het negatieve saldo dient te worden gedekt uit de netto operationele kasstroom van de bestaande woningvoorraad van de woningcorporatie. Met een negatief saldo is de bouw van een nieuwe huurwoning zeer onaantrekkelijk geworden. Hierdoor ontstaat namelijk een vicieuze cirkel. Met een dalende netto operationele kasstroom dient een steeds groter deel van de investeringen met leningen te worden gefinancierd, waardoor de rentelasten weer verder oplopen.

Verloop leningportefeuille

Het verloop van de leningportefeuille dient dusdanig te zijn dat de woningcorporatie financieel in balans blijft. Als er te veel geleend wordt, komt op termijn de financiële continuïteit in het geding. Dat de investeringen steeds meer extern gefinancierd moeten worden, komt onder meer doordat, zoals in het voorafgaande is aangegeven, de netto operationele kasstroom daalt. Een sterk stijgende leningportefeuille leidt tot stijgende rentelasten. Hierdoor daalt de netto operationele kasstroom weer verder, waardoor een nog groter deel van de noodzakelijke investeringen voor het op peil houden van de woningvoorraad extern gefinancierd moet worden. Tabel 6.2 geeft het verloop van de leningportefeuille weer.

Tabel 6.2: Het verloop van de leningportefeuille (2019 is 100%)

	2019	2030	2040	2050
Corporatie 1	100%	282%	595%	1177%
Corporatie 2	100%	239%	398%	703%
Corporatie 3	100%	181%	323%	589%
Corporatie 4	100%	180%	312%	559%
Corporatie 5	100%	105%	109%	108%
Corporatie 6	100%	179%	281%	464%
Corporatie 7	100%	160%	228%	401%
Corporatie 8	100%	181%	323%	599%

Het is duidelijk dat er sprake is van een zeer sterke stijging van de leningportefeuille. Deze stijging ligt aanmerkelijk hoger dan de groeivoet van 2,5% die past bij een structureel evenwichtig en duurzaam bedrijfsmodel. Alleen woningcorporatie 5 met een beperkt investeringsniveau laat een zeer gematigde ontwikkeling van de leningportefeuille zien.

Verloop netto operationele kasstroom

In het voorafgaande is aangegeven dat de netto operationele kasstroom van een woningcorporatie van belang is als financieringsbron voor investeringen. Voor een duurzaam bedrijfsmodel dient de netto operationele kasstroom structureel met 2,5% te stijgen. Als er sprake is van een dalende netto operationele kasstroom, kan dat gedurende een korte termijn worden volgehouden. Op langere termijn is het onhoudbaar. Het verloop van de netto operationele kasstroom van de acht woningcorporaties die zijn doorgerekend, is in tabel 6.3 weergegeven.

Tabel 6.3: Het verloop van de netto operationele kasstroom (2019 is 100%)

	2019	2030	2040	2050
Corporatie 1	100%	34%	-223%	-700%
Corporatie 2	100%	75%	-117%	-480%
Corporatie 3	100%	78%	-61%	-368%
Corporatie 4	100%	65%	-138%	-530%
Corporatie 5	100%	199%	287%	438%
Corporatie 6	100%	96%	-52%	-299%
Corporatie 7	100%	104%	28%	-128%
Corporatie 8	100%	116%	27%	-159%

Ook deze tabel laat zien dat er geen sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel. Bij de meeste woningcorporaties daalt de netto operationele kasstroom en wordt op een gegeven moment zelfs negatief. De belangrijkste oorzaak is de sterk stijgende rentelasten, die het gevolg zijn van de sterk groeiende leningportefeuille en de veronderstelde geleidelijke stijging van de kapitaalmarktrente. Het feit dat de netto huur uit de woningexploitatie geleidelijk daalt doordat de huren minder stijgen dan kosten, draagt er ook aan bij dat de netto operationele kasstroom afneemt.

Verloop ratio's DAEB tak

Voor de financiële beoordeling door AW en WSW zijn de financiële ratio's van belang. Het gaat daarbij in het bijzonder om de LTV, die niet hoger mag zijn dan 75%¹⁷, en om de ICR waarvoor de grenswaarde in de DAEB-tak op 1,4 ligt. Gelet op bovenstaande uitkomsten behoeft het geen verrassing te zijn dat deze financiële ratio's zich (zeer) ongunstig ontwikkelen.

Tabel 6.4: Het verloop van de LTV en de ICR van de DAEB tak

		2019	2030	2040	2050
Corporatie 1	LTV	45%	109%	192%	321%
	ICR	2,66	1,13	0,45	0,29
Corporatie 2	LTV	46%	104%	176%	338%
	ICR	2,41	1,29	0,57	0,34
Corporatie 3	LTV	57%	93%	160%	325%
	ICR	1,99	1,36	0,75	0,45
Corporatie 4	LTV	57%	90%	137%	216%
	ICR	1,79	1,30	0,68	0,43
Corporatie 5	LTV	73%	82%	103%	128%
	ICR	1,35	1,38	1,25	1,24
Corporatie 6	LTV	52%	76%	102%	143%
	ICR	1,50	1,39	0,86	0,62
Corporatie 7	LTV	46%	61%	82%	139%
	ICR	2,38	1,94	1,13	0,70
Corporatie 8	LTV	47%	75%	121%	210%
	ICR	2,65	2,30	1,08	0,62

De grenswaarden worden al snel over-, respectievelijk onderschreden waardoor er niet voldaan wordt aan de eisen die de toezichthouders stellen omtrent de financiële continuïteit. In feite betekent dit ook dat het ingerekende investeringsprogramma niet kan worden uitgevoerd. Al snel zullen de toezichthouders, onder meer door geen borgstelling voor de leningen meer te verstrekken, afdwingen dat de investeringen omlaag gebracht moeten worden. De investeringen zijn echter nodig om de woningportefeuille kwantitatief en kwalitatief op peil te houden. Als de daarvoor benodigde investeringen niet kunnen plaats vinden is er geen sprake van een duurzaam bedrijfsmodel.

Verloop eigen vermogen met functionele veroudering

Tot slot van dit overzicht van de uitkomsten, wordt het verloop van het eigen vermogen weergegeven. Hierbij wordt rekening gehouden met de functionele veroudering van woningen die een negatief effect heeft op de beleidswaarde. Verder is van belang dat de investeringen (zeer) onrendabel zijn, waardoor een investering weinig tot geen beleidswaarde 'oplevert'. Dit heeft uiteraard gevolgen voor het verloop van het eigen vermogen. Functionele veroudering kan via renovaties ongedaan worden gemaakt. Hiermee is bij het weergegeven verloop van het eigen

¹⁷ Binnenkort zal de grenswaarde voor de LTV worden verhoogd naar 85%.

vermogen ook rekening gehouden. Zoals in het voorafgaande is uiteengezet, betekent dit dat het investeringsbedrag van de renovaties de daling van de beleidswaarde vanwege de functionele veroudering voor datzelfde bedrag ongedaan maakt.

Tabel 6.5: Het verloop van het eigen vermogen, inclusief netto functionele veroudering (2019 is 100%)

	2019	2030	2040	2050
Corporatie 1	100%	-60%	-344%	-869%
Corporatie 2	100%	-54%	-276%	-682%
Corporatie 3	100%	38%	-122%	-469%
Corporatie 4	100%	-38%	-263%	-670%
Corporatie 5	100%	110%	120%	126%
Corporatie 6	100%	14%	-109%	-323%
Corporatie 7	100%	61%	-9%	-162%
Corporatie 8	100%	51%	-61%	-303%

In overeenstemming met de voorafgaande uitkomsten, is er sprake van een dalend eigen vermogen. In de meeste gevallen wordt het eigen vermogen zelfs negatief. Voor een deel is dit het gevolg van het feit dat het niveau van de ingerekende renovaties onvoldoende is om de functionele veroudering volledig ongedaan te maken. De belangrijkste oorzaak is echter dat een investering zeer weinig beleidswaarde oplevert. Er moet daardoor veel als onrendabele top afgeboekt worden van het eigen vermogen. Voor een duurzaam, evenwichtig bedrijfsmodel van woningcorporaties is het nodig dat het eigen vermogen met 2,5% stijgt. Dit is niet het geval. Het eigen vermogen daalt door de geschetste omstandigheden.

finance ideas

Finance Ideas B.V.

Weg der Verenigde Naties 1

3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 - 232 0480

info@finance-ideas.nl